

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年07月16日

市场数据

目前股价	33.72
总市值(亿元)	2,055.95
流通市值(亿元)	2,043.02
总股本(万股)	609,713
流通股本(万股)	605,879
12个月最高/最低	34.66/20.12

分析师

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：逢晓娟

S1070119020015

☎ -

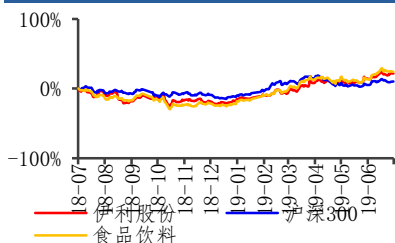
✉ pangxiaojuan@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<业绩稳步增长，市占率持续提升>>

2019-04-26

<<回购彰显发展信心，龙头伊利持续向好>>

2019-04-09

<<上游奶源优势加强，推进平台化战略>>

2019-03-19

市占率稳步提升，平台化战略持续推进

——伊利股份（600887）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	89726	100572	111027
(+/-%)	13.6%	12.1%	10.4%
净利润	6926	7924	8922
(+/-%)	7.6%	14.4%	12.6%
摊薄 EPS	1.14	1.30	1.46
PE	30	26	23

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **产品动销良好，市占率稳步提升。**根据草根调研，2Q19 公司产品动销较好，19 年 1-5 月核心单品安慕希、金典仍旧保持约 15-22% 的较快增速。根据尼尔森数据，19 年 5 月伊利常温奶、婴幼儿奶粉的市占率皆稳步提升，分别增 1.3pct、0.7pct 至 38.8%、6.5%，领先优势进一步稳固。
- **2Q19 毛利率或略有承压，竞争回归常态后费用投入较稳定。**公司实行产品均衡发展战略，且推出安慕希果肉型橙和凤梨口味等持续进行产品结构升级，但 2Q19 原奶价格仍在温和上行，且 2Q19 需求放缓下公司买赠等促销投入略有增加，毛利率或略有承压。行业竞争回归常态，伊利费用投放较为稳定，预计费用率大体维持目前高位水平。
- **现有业务持续进行产品结构升级、渠道下沉。**目前我国消费者对乳制品种类的认知仍有提升空间，乳制品行业内仍有众多细分子品类具有较大发展潜力，如奶酪、酸奶等。未来在现有业务上，伊利持续进行产品结构升级，进一步挖掘乳制品细分品类的发展空间。此外，低线城市的人均乳制品消费量较一二线城市仍有较大差距，如 16 年农村人均乳制品消费量仅为 6.6kg，公司持续进行渠道下沉、增加产品品项，进一步带动液奶业务成长。
- **开展平台化战略，稳步推进多元化、全球化。**借鉴国外食品集团雀巢的发展路径，公司开展平台化战略，进一步提升自身核心竞争力：（1）多元化：伊利推出乳矿轻饮伊然、圣瑞斯咖啡，既植物蛋白饮料、能量饮料、奶酪后进一步局部试水新领域，未来新业务或可成新增长点；（2）全球化：伊利收购泰国冰淇淋企业 Chomthana，进入东南亚市场，未来陆续会在东南亚市场上市产品。随着新市场逐渐成熟，或还可进一步进行品类拓展。公司收购新西兰老牌企业 Westland 也有利于推进全球化战略。此外，伊利采用自有资金回购股票，以推出股权激励。实施股权激励有利于进一步提高团队的积极性、稳定性，激励员工更好地推进多元化、全球化战略，有利于公司长期发展。

- **盈利预测与投资建议：**预计 19-21 年 EPS 分别为 1.14、1.30、1.46 元，同比增 7.6%、14.4%、12.6%，最新收盘价对应的 PE 为 30、26、23 倍。伊利凭借品牌与渠道优势，不断提升市占率水平，进一步巩固龙头地位。长期来看行业竞争或将持续存在，利润率提升曲线可能更加平缓。考虑到伊利多元化布局下成为健康食品大平台可期，仍给予“推荐”评级。
- **风险提示：**食品安全事件、调研样本数据存在局限性、原材料价格波动风险。

1.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	67547.45	78976.39	89726.49	100571.91	111027.25	成长性					
营业成本	42362.40	49106.03	55696.87	62276.64	68550.69	营业收入增长	12.0%	16.9%	13.6%	12.1%	10.4%
营业费用	15521.86	19772.68	22611.07	25293.84	27867.84	营业成本增长	13.2%	15.9%	13.4%	11.8%	10.1%
管理费用	3317.05	2979.74	3319.88	3721.16	4108.01	营业利润增长	28.9%	8.1%	5.9%	13.0%	12.1%
研发费用	0.00	426.87	448.63	502.86	555.14	利润总额增长	6.7%	7.1%	6.5%	13.0%	12.1%
财务费用	113.49	-60.27	-70.57	-76.29	-81.94	净利润增长	6.0%	7.3%	7.6%	14.4%	12.6%
其他收益	788.01	746.56	767.29	756.93	762.11	盈利能力					
投资净收益	134.68	260.91	285.00	295.00	305.00	毛利率(%)	37.3%	37.8%	37.9%	38.1%	38.3%
营业利润	7115.91	7690.83	8142.12	9197.81	10311.96	销售净利率(%)	8.9%	8.2%	7.7%	7.9%	8.0%
营业外收支	-41.94	-113.20	-71.61	-77.46	-88.75	ROE(%)	23.8%	23.0%	22.6%	22.7%	22.4%
利润总额	7073.97	7577.63	8070.50	9120.35	10223.22	ROIC(%)	71.1%	43.8%	47.6%	52.9%	62.8%
所得税	1071.16	1125.64	1129.87	1185.65	1288.13	营运效率					
少数股东损益	1.93	12.25	14.50	11.08	12.74	销售费用/营业收入	23.0%	25.0%	25.2%	25.2%	25.1%
净利润	6000.88	6439.75	6926.13	7923.63	8922.35	管理费用/营业收入	4.9%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
						研发费用/营业收入	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
						财务费用/营业收入	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
						投资收益/营业利润	1.9%	3.4%	3.5%	3.2%	3.0%
						所得税/利润总额	15.1%	14.9%	14.0%	13.0%	12.6%
						应收账款周转率	82.56	70.77	70.77	70.77	70.77
						存货周转率	9.45	9.68	9.68	9.68	9.68
						流动资产周转率	2.70	2.91	3.44	3.34	3.11
						总资产周转率	1.53	1.63	1.80	1.82	1.80
						偿债能力					
						资产负债率(%)	48.8%	41.1%	41.1%	40.0%	38.5%
						流动比率	1.25	1.28	1.31	1.43	1.57
						速动比率	0.96	0.65	0.72	0.83	1.00
						每股指标 (元)					
						EPS	0.98	1.06	1.14	1.30	1.46
						每股净资产	4.12	4.58	5.02	5.70	6.51
						每股经营现金流	1.14	0.67	1.53	1.60	1.93
						每股经营现金/EPS	1.15	0.64	1.35	1.23	1.32
						估值					
						PE	34.26	31.93	29.68	25.95	23.04
						P/E	2.65	2.78	4.25	2.66	2.01
						PEG	8.19	7.36	6.72	5.91	5.18
						P/B	23.02	21.96	20.80	18.04	15.70
						EV/EBITDA	2.84	2.49	2.16	1.89	1.67
						EV/SALES	5.78	6.60	5.98	5.20	4.45
						ROIC/WACC	6.90	4.26	4.62	5.11	6.06
						REP	0.84	1.55	1.30	1.02	0.73
资产负债表					(百万)						
流动资产	29845.73	24455.30	27669.04	32612.75	38720.49						
货币资金	21823.07	11051.00	13573.38	17124.92	22630.50						
应收票据及应收账款	949.74	1282.13	1253.53	1588.62	1549.00						
其他应收款	233.11	154.56	285.88	207.80	337.20						
存货	4639.99	5507.07	6001.90	6866.69	7298.34						
非流动资产	19454.62	23150.91	24542.38	25583.28	26178.86						
固定资产	13256.39	14687.76	16213.21	17334.35	17967.76						
资产总计	49300.36	47606.20	52211.42	58196.03	64899.35						
流动负债	23850.03	19170.78	21063.85	22849.13	24601.22						
短期借款	7860.00	1523.00	1523.00	1523.00	1523.00						
应付账款	7469.16	9115.71	9695.12	11337.93	11814.09						
非流动负债	210.51	398.20	405.41	404.52	402.84						
长期借款	0.29	0.29	7.50	6.60	4.93						
负债合计	24060.54	19568.98	21469.26	23253.65	25004.07						
股东权益	25239.82	28037.22	30723.16	34923.38	39876.29						
股本	6078.49	6078.13	6097.13	6097.13	6097.13						
留存收益	16532.45	18718.35	21144.66	23797.10	26732.54						
少数股东权益	136.43	121.64	136.14	147.22	159.96						
负债和股东权益	49300.36	47606.20	52211.42	58196.03	64899.35						
现金流量表					(百万)						
经营活动现金流	7006.30	8624.77	9355.35	9768.16	11768.09						
其中营运资本减少	-445.24	-3732.31	1232.95	392.88	1149.82						
投资活动现金流	-3116.81	-5373.98	-2643.81	-2557.77	-2360.70						
其中资本支出	3351.36	5090.60	1092.27	731.70	276.37						
融资活动现金流	4052.81	-10748.98	-4189.17	-3658.85	-3901.81						
净现金总变化	7544.57	-7191.05	2522.37	3551.54	5505.58						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>