

公司点评

伊利股份 (600887)

食品饮料 | 食品加工

结构升级与渠道放量助力收入超预期增长

2019年03月02日

评级 谨慎推荐

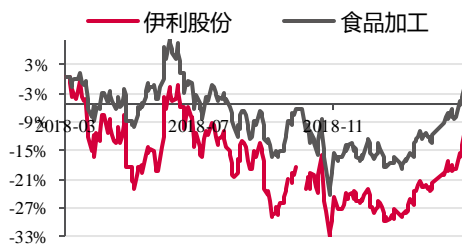
评级变动 首次

合理区间 28.25-31.64元

交易数据

当前价格(元)	27.81
52周价格区间(元)	20.60-32.91
总市值(百万)	169032.73
流通市值(百万)	167966.68
总股本(万股)	607812.76
流通股(万股)	603979.42

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
伊利股份	15.39	16.7	-12.29
食品加工	10.91	16.18	-2.18

陈博

执业证书编号: S0530517080001
chenbo@cfzq.com

张昕奕

zhangxy@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理

0731-84403358

相关报告

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(亿元)	680.58	795.53	899.39	1011.67	1111.29
净利润(亿元)	60.01	64.40	68.44	77.91	81.30
每股收益(元)	0.99	1.06	1.13	1.28	1.34
每股净资产(元)	4.13	4.59	4.90	5.31	5.76
P/E	28.17	26.25	24.70	21.69	20.79
P/B	6.73	6.06	5.68	5.24	4.83

资料来源: 贝格数据, 财富证券

事件: 近日, 伊利股份(600887.SH)公布了2018年年度报告。

投资要点:

➤ 公司简介。

伊利股份是中国规模最大、产品线最健全的乳品企业, 它主要从事于乳制品及健康饮品的加工、制造与销售, 旗下拥有液体乳、乳饮料、奶粉、冷冻饮品、酸奶、健康饮品、奶酪等多种产品, 拥有“伊利”及20余个子品牌, 其中有11个子品牌年销售收入在10亿元以上。

➤ 收入利润均稳健增长, 整体毛利率小幅改善。

伊利股份2018年共实现营收795.53亿元, 同比增长16.89%。营收增长超市场预期, 并且高于乳品行业整体增速(11%), 除了2019年春节提前外, 公司渠道渗透率提升以及产品结构的升级也是重要原因。分因素来看, 2018年伊利产品总销量的增长、结构优化与单品价格提升分别贡献了61.86%/31.24%/6.9%的营收增量。2018年公司实现归母净利润64.4亿元, 同比增长7.31%; 实现扣非后的归母净利润58.78亿元, 同比增长10.32%。2018年单四季度实现营收181.30亿元, 同比增长17.57%; 实现归母净利润13.92亿元, 同比增长30.87%; 实现扣非后的归母净利润11.90亿元, 同比增长55.49%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利7元(含税)。

毛利率方面, 由于液态奶与奶粉类的高端产品销售占比提升, 拉动第四季度毛利率环比上升2.5个百分点至38.3%, 全年毛利率面对原奶、包材等原材料价格上升的压力, 仍同比提升0.54个百分点至37.8%。为了争取市场份额, 公司在广告以及营销方面的费用持续提升, 并加大了产品促销力度, 销售费用率同比提升0.55个百分点至24.35%; 规模效应下公司内部经营效率有所改善, 管理费用率与财务费用率分别同比下降0.47/0.58个百分点至5.04%/0.35%; 最终, 销售净利率同比提升0.82个百分点至7.64%。

➤ 渠道战略成效显著, 各项业务产品结构持续升级。

在产品方面, 2018年公司液体乳、奶粉和冷饮品类分别实现了656.79/80.45/49.97亿元的营收, 同比增长17.8%/25.1%/8.5%, 在总营收种的占比分别为83.4%/10.2%/6.3%。(1) 液态奶: 液态奶的增长主

要受益于公司渠道精耕战略的实施。截至 2018 年末，公司液态奶的市场渗透率达到了 82.3%，线下终端网点数量达到 175 万家，同比增长 23.2%，村级网点数量也同比提升了 14.7%；其次，产品结构升级对利润也有一定的助力，并且抵消了 2018 年原奶上升带来的成本压力，最终液态奶毛利率变化不大。（2）奶粉与冷饮：自奶粉配方制推行以来，品质良莠不齐的中小奶粉企业逐渐退出市场，公司迎来市场份额的加速提升，高端产品销售占比提升也拉动奶粉业务毛利率提升 0.83 个百分点至 54.78%；冷饮业务的增长主要来源于产品结构改善，毛利率同比提升 1.98 个百分点至 45.06%。

在渠道方面，公司不仅对原有渠道精耕细作，也开拓了电商、母婴、便利店等新渠道，2018 年新渠道均快速成长：电商渠道收入同比增长 61%，母婴渠道零售额同比增长 32%，便利店渠道中常温液态奶业务的零售额市占份额较上年提高 3.7 个百分点。

➤ 投资建议与盈利预测。

综合来看，公司未来的看点主要在以下几个方面：

（1）乳制品行业的未来发展。随着国内城镇化进程的推进，消费升级仍是行业发展的长期逻辑，乳制品消费量以及细分品类仍有发展空间；其次，面对目前宏观经济的不确定性，乳制品作为刚需消费品受经济波动的影响较小，预期消费量在未来仍能保持稳健增速；此外，国家近期出台一号文件号召“奶业振兴”，对奶源地、婴幼儿奶粉配方提出了更高要求，这将利好伊利等口碑良好的优质乳企的市场拓展。

（2）行业竞争趋缓与产品结构升级对毛利的改善。在成本方面，原奶价格从 2018 年起持续上行，原奶的供给也逐渐紧缩，成本压力将迫使乳企减少促销行为，从而减少销售费用、推动毛利上行。此外，伊利作为乳制品行业龙头，在上游优质奶源掌控方面具有优势，2019 年 1 月份开始就已逐渐加大原奶采购量，以平滑全年成本波动对毛利的影响。在产品方面，液态奶、奶粉和冷饮品类的核心单品战略将持续提升各项业务的盈利能力，伊利也在积极布局植物蛋白饮料、功能饮料、矿泉水等领域，为公司寻找新的利润增长点。

（3）市占率的稳步提升。随着消费升级与人口结构老龄化，市场对乳制品的细分品类、奶源地、健康属性、营养成分提出了更高的要求。渠道与口碑一直以来都是伊利作为品牌乳企的优势，在公司的渠道战略引导下，2018 年公司常温奶、低温奶与婴幼儿配方奶粉的市占率分别同比提升 2.3/0.5/0.6 个百分点至 36.8%/16.6%/5.8%。低线市场的下沉、奶粉配方制和公司渠道力将继续助推其市占率稳步提升。

预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 899.39/1011.67/1111.29 亿元，归母净利润分别为 68.44/77.91/81.30 亿元，EPS 分别为 1.13/1.28/1.34 元，对应当前股价 PE 为 25/22/21 倍。根据公司业绩增长情况与行业估值水平，给予公司 2019 年 25-28 倍 PE，合理区间为 28.25-31.64 元，目前股价已接近合理区间，首次推荐，给予“谨慎推荐”评级。

➤ 风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438