盈利能力稳步提升，战略发展目标清晰

增持 ——维持

日期：2020 年 11 月 02 日
行业：食品饮料

分析师： 周菁
Tel： 021-53686158
E-mail： zhoujing@shzq.com
SAC 证书编号： S0870518070002

基本数据（2020.10.30）

报告日股价（元）	39.73
12mth A 股价格区间（元）	26.40-44.14
总股本（百万股）	6083.21
无限售 A 股/总股本	97.49%
流通市值（亿元）	2356.08
每股净资产（元）	4.67
PBR（X）	8.51

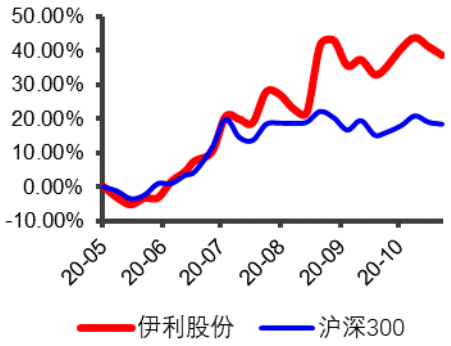
主要股东（2020Q3）

香港中央结算有限公司	12.24%
呼和浩特投资有限责任公司	8.85%
潘刚	4.71%
中国证券金融股份有限公司	3.00%

收入结构（2020Q3）

液体乳	77.9%
奶粉及奶制品	12.7%
冷饮产品	8.2%
其他	1.2%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告：
《伊利股份（600887）中报点评：Q2 强劲反弹，领先优势亮眼》

■ 公司动态事项

公司发布2020年三季报，前三季度实现营收735.06亿元/+7.28%，归属净利润60.24亿元/+6.99%，扣非归属净利润58.07亿元/+10.32%。其中Q3营收262.42亿元/+11.17%，归属净利润22.89亿元/+23.73%。

■ 事项点评

Q3 收入环比放缓，液体乳逆势抢占份额

前三季度公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮收入分别为572.90/93.69/60.34亿元，同比+2.2%/+40.2%/+10.7%，其中Q3分别同比+9.6%/+18.7%/+1.2%。Q3渠道补库存红利消失及行业液奶需求下降导致公司液体乳环比增速放缓，其中常温奶两位数增长、低温奶基本持平。我们判断前三季度金典增长约15%，Q3更快；安慕希个位数下降，但优于行业表现，份额继续提升；奶粉受到行业增长较慢、金领冠新品上市延后、行业竞争激烈导致促销增多等事项影响，增速环比上半年放缓，但仍保持较好增长态势。总的来看，乳制品行业仍在逐步恢复过程中，公司逆势抢占份额，截止三季度末，公司常温奶和低温奶市占率分别为38.8%/15.2%，同比提高0.8和0.2个百分点，婴幼儿奶粉市占率为5.9%，同比下降0.3个百分点。

Q3 毛销差同比小幅上升，盈利能力稳步提升

前三季度公司毛利率为36.9%/-0.8pct，其中Q3毛利率为34.9%/-1.2pct，主要系原奶价格上涨，预计全年公司成本端原奶收购价格上涨约3-5%左右。行业成本上行将弱化终端促销竞争，Q3公司销售费用率同比下降1.4pct至20.4%，使得Q3毛销差同比录得小幅上升。Q3公司管理/研发/财务费用率分别为4.7%/0.5%/0.1%，同比+0.2/-0.1/-0.3pct，财务费用率下降主要系利息收入增加。Q3公司归属净利润22.89亿元/+23.73%，净利率同比提高0.9ptc至8.7%，虽原奶价格上涨使得公司毛利端承压，但行业促销力度相对减轻和公司规模效应不断强化背景下，公司整体盈利能力稳步提升。

全力实现股权激励目标，战略成长路径清晰

展望Q4，因春节较晚公司收入端有一定压力，且面临原奶价格上涨对毛利率的挤压影响，但公司一方面将通过加大生产、铺市、营销等来挖掘刚需性较强的白奶产品的增长机会，扩大领先优势，另一方面通过产品创新来拉动酸奶的消费需求。同时，公司通过加强对上游奶源资源的掌控力及优化产品结构来对成本上涨进行有效对冲，并在费用端投放更加理性，从而保障毛销差的稳定。公司仍全力争取收入规划和股权激励目标。中期内公司将聚焦乳制品业务，积极培育奶粉、奶酪、低温奶等细分品类，朝着“5 年内跻身全球前三，10 年内全球第一”的伟大目标前进；更长期时间内，公司将非乳业务逐渐培育成下一阶段的主要增长驱动力。

■ 投资建议

由于公司收入略低于预期、毛利率较为承压，但费用管控高于预期，我们调整盈利预测，预计2020-2022年公司归属净利润分别为72.19/83.75/96.53亿元，对应EPS分别为1.19/1.38/1.59元/股，对应PE分别为33/29/25倍（按2020/10/30收盘价计算）。维持“增持”评级。

■ 风险提示

食品安全风险、原奶价格上涨风险、疫情反复风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	90223.08	97556.47	109996.70	121620.63
年增长率		8.1%	12.8%	10.6%
归属于母公司的净利润	6933.76	7218.67	8374.52	9653.12
年增长率		4.1%	16.0%	15.3%
每股收益（元）	1.14	1.19	1.38	1.59
PER（X）	34.86	33.48	28.86	25.04

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/10/30 收盘价）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	11325	19511	21999	24324
应收和预付款项	3190	3423	3966	4136
存货	7715	6642	9462	8209
其他流动资产	3476	3476	3476	3476
长期股权投资	1961	1961	1961	1961
投资性房地产	533	479	425	371
固定资产和在建工程	24461	28078	29544	29461
无形资产和开发支出	1937	1768	1599	1431
其他非流动资产	5863	4893	4667	4441
资产总计	60461	70232	77100	77809
短期借款	4560	16267	15632	14303
应付和预收款项	23460	19806	24598	23511
长期借款	471	1971	1971	1971
其他负债	5696	3577	3577	3577
负债合计	34187	41621	45778	43362
股本	6096	6096	6096	6096
资本公积	844	-2483	-2483	-2483
留存收益	21534	24836	27526	30626
归属母公司股东权益	26131	28449	31139	34239
少数股东权益	143	162	184	209
股东权益合计	26274	28611	31323	34448
负债和股东权益合计	60461	70232	77100	77809

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	8455	11943	15067	15545
投资活动产生现金流量	-9999	-7490	-5888	-5058
融资活动产生现金流量	-1016	6542	-6691	-8163
现金流量净额	-2498	10995	2488	2325

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	90223	97556	109997	121621
营业成本	56392	61234	68683	75364
营业税金及附加	577	625	705	780
营业费用	21070	22292	25519	28216
管理&研发费用	4780	5366	5830	6324
财务费用	8	125	101	70
资产减值损失	-241	0	0	0
投资收益	545	500	400	300
其他收益	588	500	400	300
营业利润	8280	8915	9958	11466
营业外收支净额	-86	-400	-80	-80
利润总额	8194	8515	9878	11386
所得税	1243	1277	1482	1708
净利润	6951	7237	8396	9678
少数股东损益	17	19	22	25
归属母公司股东净利润	6934	7219	8375	9653

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	37.35%	37.23%	37.56%	38.03%
EBIT/销售收入	8.39%	9.00%	9.32%	9.59%
销售净利率	7.29%	7.42%	7.63%	7.96%
ROE	25.03%	25.37%	26.89%	28.19%
资产负债率	55.08%	60.37%	60.38%	56.67%
流动比率	0.80	0.84	0.89	0.97
速动比率	0.42	0.59	0.60	0.70
总资产周转率	1.62	1.42	1.45	1.59
应收账款周转率	48.99	63.20	48.49	62.48
存货周转率	7.31	9.22	7.26	9.18

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

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唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。