2020 年 10 月 29 日
公司研究●证券研究报告

伊利股份（600887.SH）

公司快报

双节旺季三季度恢复高增 全年目标实现确定性强

事件：伊利股份发布 2020 年三季报，201-3Q 公司实现营业总收入 737.70 亿元，同比增长 7.42%；归属于上市公司股东净利润 60.24 亿元，同比增长 6.99%。20Q3 实现营业总收入 262.42 亿元，同比增长 11.17%；归属于上市公司股东净利润 22.89 亿元，同比增长 23.73%。业绩略超市场预期。

投资要点

- **疫情后白奶需求旺盛，三季度收入实现高增。**总体而言，受益于疫情后白奶需求提升，金典、小纯奶等单品 7 月后供应紧张，促销明显减少；婴配粉业务持续受益于内资品牌份额提升，维持双位数增长，低温奶受行业激烈竞争影响，增长稍微缓慢。具体收入端来看，20Q1-3 液体乳实现营收 572.90 亿元，同比增长 2.2%，奶粉及奶制品营收 93.69 亿元，同比增长 40.2%，冷饮产品营收 60.34 亿元，同比增长 10.6%。单季度来看，20Q3 液体乳营收 218.46 亿元，同比增长 9.6%，奶粉及奶制品营收 27.27 亿元，同比增长 18.7%，冷饮产品营收 11.67 亿元，同比增长 1.2%。20Q1-3 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮收入占比分别为 77.7%/12.7%/8.2%。环比 20H1+3.1/-1.3/-2.1pcts，伴随液体奶销售全面恢复，奶粉及奶制品及冷饮收入占比有所下滑。

- **受奶价上涨影响，Q3 毛利率略有下滑。**受原奶价格上涨影响，公司 20Q1-3 公司毛利率 37.17%，同比减少 0.67pcts，20Q3 毛利率 34.92%，环比减少 1.22pcts。同时，上半年疫情期间公司费用投放较多，下半年对费用投放有所控制，渠道调研反馈公司 Q3 促销力度显著减弱，且公司费用投放理性、结构有所调整（线上转投性价比较高的新栏目，线下侧重三四线市场），虽然原奶成本有所承压，由于线上广告费用+线下渠道运营费用走低，20Q1-3 销售费用率为 22.61%，同比减少 1.05pcts。管理费用率为 4.56%，同比增长 0.22pcts，主要是上半年股权激励费用增加所致。

- **伴随三季度持续恢复，全年目标有望顺利实现。**中秋国庆双节期间走亲访友等社交活动全面恢复，终端需求旺盛，预计 Q3 公司常温白奶增速 15%左右，常温酸奶增速略有放缓 10-15%，低温酸奶亦取得正增长。同时疫情影响消费者对国外奶粉的消费信心，国产奶粉延续上半年市场优势，奶粉业务 Q3 虽增速有所放缓，仍保持良好态势，预计全年可维持高双位数增长。渠道反馈当前库存处于低位，周转良好奠定经营正循环基础。值得注意的是，三四线市场增长强劲，下线市场持续精耕的红利会全面释放，而下线市场的费用投放效率明显高于一二线市场，盈利贡献亦将明显。预计下半年原奶价格仍处于温和小幅上涨阶段，公司作为行业龙头，携手中地乳业，更好地控制成本波动压力，全年收入目标有望顺利实现。

- **投资建议：**中长期我们坚定看好公司产品化平台（比标国际乳企，积极拓展奶粉奶酪、健康饮品等新领域）、国际化平台（实现资源、市场、研究国际化）、渠道影响力（继续秉承公司扁平化、精细化渠道建设）、和品牌影响力（目标世界乳企龙

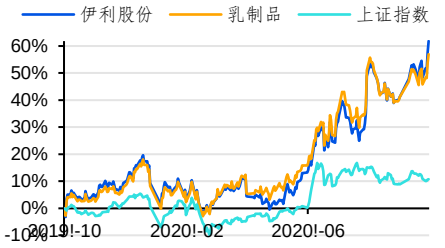
食品饮料 | 乳制品 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-10-29)	44.14 元

交易数据

总市值（百万元）	268,512.97
流通市值（百万元）	261,760.67
总股本（百万股）	6,083.21
流通股本（百万股）	5,930.24
12 个月价格区间	26.89/44.54 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.56	21.67	54.4
绝对收益	15.28	23.06	64.22

分析师 周蓉
SAC 执业证书编号：S0910520030001
zhourong@huajinsc.cn
分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

相关报告

伊利股份：二季度核心业务恢复增长 全年目标有望顺利实现 2020-08-28

伊利股份：上游原奶布局加速，增强公司中长期竞争力 2020-08-04

伊利股份：风险压力基本释放 内生增长动力强劲 2020-04-29

伊利股份：乳制品龙头国际赛道扬帆起航 2020-03-18

伊利股份：收入延续高增长，市占率稳步提升 2019-06-14

头）优势。我们略上调公司盈利预测：2020-2022 年营业收入分别为 982.63/1105.40/1215.59 亿元，同比增长 9.2%/12.5%/10.0%。归母净利润 73.47/83.46/93.42 亿元，同比增长 6.0%/13.6%/11.9%，EPS 分别为 1.21/1.37/1.54 元，对应 PE 分别为 35.6X/31.3X/28.0X，考虑公司为行业龙头，给予估值溢价，维持公司“买入-A”投资评级。

◆ **风险提示：**食品安全问题；行业竞争加剧风险；疫情影响下市场波动风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑；海外业务进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	78,976	90,009	98,263	110,540	121,559
YoY(%)	16.9	14.0	9.2	12.5	10.0
净利润(百万元)	6,440	6,934	7,347	8,346	9,342
YoY(%)	7.3	7.7	6.0	13.6	11.9
毛利率(%)	37.8	37.3	37.6	38.3	37.6
EPS(摊薄/元)	1.06	1.14	1.21	1.37	1.54
ROE(%)	23.0	26.5	25.6	25.5	24.8
P/E(倍)	40.6	37.7	35.6	31.3	28.0
P/B(倍)	9.4	10.0	9.2	8.0	7.0
净利率(%)	8.2	7.7	7.5	7.6	7.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	24455	25706	24599	34451	36134
现金	11051	11325	11010	17614	20024
应收票据及应收账款	1282	1837	1568	2263	1950
预付账款	1460	1157	1700	1514	2020
存货	5507	7715	6658	9341	8435
其他流动资产	5155	3671	3663	3719	3706
非流动资产	23151	34755	35153	36173	36593
长期投资	1909	1961	2122	2312	2514
固定资产	14688	18296	19516	20999	21743
无形资产	639	1409	1459	1520	1592
其他非流动资产	5914	13090	12056	11342	10744
资产总计	47606	60461	59751	70624	72727
流动负债	19171	31432	28694	35875	33452
短期借款	1523	4560	4560	4560	4560
应付票据及应付账款	9116	10801	10849	13251	13526
其他流动负债	8532	16071	13286	18065	15367
非流动负债	**398**	**2755**	**2363**	**1978**	**1584**
长期借款	0	1971	1579	1194	800
其他非流动负债	398	784	784	784	784
负债合计	19569	34187	31057	37853	35036
少数股东权益	122	143	154	167	184
股本	6078	6096	6096	6096	6096
资本公积	2841	844	844	844	844
留存收益	18718	21534	23880	26465	29402
归属母公司股东权益	27916	26131	28540	32604	37507
负债和股东权益	47606	60461	59751	70624	72727

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8625	8455	7384	14602	10075
净利润	6452	6951	7358	8359	9359
折旧摊销	1609	1958	2055	2394	2750
财务费用	-60	8	360	262	59
投资损失	-261	-545	-335	-319	-365
营运资金变动	518	-761	-2035	3930	-1697
其他经营现金流	367	845	-20	-24	-31
投资活动现金流	-5374	-9999	-2098	-3071	-2774
筹资活动现金流	-10749	-1016	-5601	-4927	-4892
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.14	1.21	1.37	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	1.39	1.21	2.40	1.66
每股净资产(最新摊薄)	4.59	4.30	4.69	5.36	6.17

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	78976	90009	98263	110540	121559
营业成本	49106	56392	61298	68235	75814
营业税金及附加	531	577	680	763	819
营业费用	19773	21070	23583	27082	28931
管理费用	2980	4285	3734	3979	4656
研发费用	427	495	531	719	669
财务费用	-60	8	360	262	59
资产减值损失	76	-241	0	0	0
公允价值变动收益	0	78	20	24	31
投资净收益	261	545	335	319	365
营业利润	7691	8280	8432	9843	11007
营业外收入	35	30	332	121	129
营业外支出	148	116	115	127	126
利润总额	7578	8194	8649	9837	11010
所得税	1126	1243	1291	1478	1651
税后利润	6452	6951	7358	8359	9359
少数股东损益	12	17	11	13	17
归属母公司净利润	6440	6934	7347	8346	9342
EBITDA	8947	10219	10704	12123	13504

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	16.9	14.0	9.2	12.5	10.0
营业利润(%)	8.1	7.7	1.8	16.7	11.8
归属于母公司净利润(%)	7.3	7.7	6.0	13.6	11.9
获利能力					
毛利率(%)	37.8	37.3	37.6	38.3	37.6
净利率(%)	8.2	7.7	7.5	7.6	7.7
ROE(%)	23.0	26.5	25.6	25.5	24.8
ROIC(%)	21.0	21.1	20.8	21.2	21.0
偿债能力					
资产负债率(%)	41.1	56.5	52.0	53.6	48.2
流动比率	1.3	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.4	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7
应收账款周转率	70.8	57.7	57.7	57.7	57.7
应付账款周转率	5.9	5.7	5.7	5.7	5.7
估值比率					
P/E	40.6	37.7	35.6	31.3	28.0
P/B	9.4	10.0	9.2	8.0	7.0
EV/EBITDA	28.3	25.2	24.1	20.7	18.4

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn