伊利股份（600887）

公司研究/点评报告

Q3 业绩延续较高增长，疫情负面冲击有效化解

——伊利股份（600887）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 10 月 30 日

一、事件概述

10 月 29 日公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 737.7 亿元，同比+7.42%；实现归母净利润 60.24 亿元，同比+6.99%，基本 EPS 为 1 元。折合 Q3 单季度公司实现营收/归母净利润 262.42/22.89 亿元，同比分别+11.17%/+23.73%。

二、分析与判断

➢ Q3 行业性缺奶导致收入增速环比略有下滑，费用投放降低大幅提升利润表现

收入端，随着疫情后乳制品消费需求上升，行业动销快速恢复，公司收入端保持较高增速，但是受原奶供给不足所限，同时叠加公司地面促销费用投入收窄，收入增速环比略有下滑，但仍保持 11%的双位数增长。利润端，受原奶采购成本上行影响，毛利率水平小幅下滑；同时下游需求旺盛，公司通过削减终端货折等形式降低销售费用投入，导致利润增速大幅高于收入端。

分产品看，前三季度液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品分别实现营收 572.90/93.69/60.34 亿元，同比分别+2.17%/+40.24%/+10.65%；合 Q3 单季度分别实现营收 218.46/27.27/11.67 亿元，同比分别+9.61%/+18.74%/+1.16%。Q2 液体乳增速环比有所放缓，主要是奶源采购及促销力度所限；奶粉及奶制品保持高速增长。

➢ 原奶采购成本上升推高毛利率，费用投放大幅下降拉低销售费用率

前三季度公司销售毛利率为 36.94%，同比-0.75ppt（Q3 为 34.72%，同比-1.27ppt）。原因是 Q3 面对近年来较为严重的缺奶现象，预计公司原奶采购成本上升明显，小幅拉低毛利率水平。公司归母净利率为 8.17%，同比-0.03ppt（Q3 为 8.72%，同比+0.89ppt）。Q3 销售费用下降幅度大于毛利率下降幅度是 Q3 净利润率提升的主要原因，并带动前三季度净利润率同比降幅收窄。

前三季度公司整体期间费用率为 27.75%，同比-0.67ppt（Q3 为 25.71%，同比-1.58ppt）。其中销售费用率 22.61%，同比-1.05ppt（Q3 为 20.44%，同比-1.38ppt）；原因是原奶及相关辅料价格上行，压低毛利率水平。管理费用率 4.56%，同比+0.22ppt（Q3 为 4.73%，同比+0.24ppt）原因是股权激励费用增加。研发费用率 0.44%，同比-0.04ppt（Q3 为 0.47%，同比-0.09ppt）。财务费用率 0.14%，同比+0.20ppt（Q3 为 0.07%，同比-0.36ppt）。原因是超短期融资券、短期借款等有息负债平均余额同比上升，利息支出增加。

➢ 液态奶渗透率稳步提高，低温奶、奶粉高速发展

前三季度，公司常温奶市占率 38.8%，同比+0.8ppt，延续 20H1 以来液态乳品渗透率持续提升的态势。具体看，常温白奶是增长核心动力，其中金典有望继续保持高速增长，金典有机奶增速预计将大幅高于整个金典品类。公司低温奶市占率为 15.2%，同比+0.2ppt，预计低温鲜奶品类增速较高，低温酸奶增长较为乏力。目前公司低温鲜奶业务已在 20 多个中心城市布局，产品价格偏向中高端，未来仍有大幅扩建生产工厂的可能。婴幼儿奶粉市占率 5.9%，同比-0.3ppt，下滑的主要原因是市场上同类产品上新较多，拉低市占率，但相关产品增速仍大幅高于行业平均水平。

推荐　维持评级

当前价格：　44.14 元

交易数据	2020-10-29
近 12 个月最高/最低	44.14/27.04
总股本（百万股）	6083.21
流通股本（百万股）	5930.24
流通股比例（%）	97%
总市值（亿元）	2685.13
流通市值（亿元）	2617.61

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 伊利股份（600887）2020 年半年报点评：Q2 业绩表现靓丽，市场地位持续强化
2. 伊利股份（600887）2019 年报及 2020 年一季报点评：2019 年营收迈过 900 亿大关，疫情年业绩指引保守务实

三、盈利预测与投资建议

基于公司前三季度业绩表现，我们调升此前盈利预测。预计 20-22 年公司实现营业总收入 980/1101/1245 亿元，同比+8.6%/+12.3%/+13.1%；实现归母净利润为 74.58/84.67/94.68 亿元，同比+7.6%/+13.5%/+11.8%。按照最新股本对应 EPS 为 1.23/1.39/1.56 元，目前股价对应 PE 为 36/32/28 倍。公司估值低于乳制品可比公司（以液奶为主）40 倍左右的平均估值水平（算数平均法，业绩对应 2020 年 wind 一致预期），考虑到公司为乳制品行业头部企业，未来仍将长期受益于行业发展，长期稳健成长的确定性较高，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情冲击持续超预期，成本大幅上升，费用控制不力，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	90,223	98,000	110,050	124,504
增长率（%）	13.4%	8.6%	12.3%	13.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	6,934	7,458	8,467	9,468
增长率（%）	7.7%	7.6%	13.5%	11.8%
每股收益（元）	1.15	1.23	1.39	1.56
PE（现价）	38.4	36.0	31.7	28.4
PB	10.3	9.0	8.2	7.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	90,223	98,000	110,050	124,504
营业成本	56,392	60,858	68,011	77,068
营业税金及附加	577	640	711	809
销售费用	21,070	20,874	23,463	26,482
管理费用	4,285	7,330	8,210	9,325
研发费用	495	538	604	683
EBIT	7,405	7,759	9,051	10,136
财务费用	8	12	27	25
资产减值损失	(241)	31	75	1
投资收益	545	545	545	545
营业利润	8,280	8,897	10,093	11,272
营业外收支	(86)	(100)	(93)	(96)
利润总额	8,194	8,798	10,000	11,176
所得税	1,243	1,321	1,509	1,682
净利润	6,951	7,477	8,490	9,493
归属于母公司净利润	6,934	7,458	8,467	9,468
EBITDA	9,363	10,013	11,628	13,059

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	11325	12542	10289	15535
应收账款及票据	1837	1788	2124	2337
预付款项	1157	1529	1552	1847
存货	7715	5707	9766	7500
其他流动资产	3086	3086	3086	3086
流动资产合计	25706	25276	27427	31004
长期股权投资	1961	2506	3051	3596
固定资产	18296	20816	23880	26672
无形资产	1409	1795	2326	2761
非流动资产合计	34755	38874	43607	46880
资产合计	60461	64150	71034	77884
短期借款	4560	4560	4560	4560
应付账款及票据	10801	11477	12926	14591
其他流动负债	3069	3069	3069	3069
流动负债合计	31432	31527	35354	38415
长期借款	471	471	471	471
其他长期负债	2120	2120	2120	2120
非流动负债合计	2755	2755	2755	2755
负债合计	34187	34282	38109	41169
股本	6096	6083	6083	6083
少数股东权益	143	162	185	210
股东权益合计	26274	29867	32925	36715
负债和股东权益合计	60461	64150	71034	77884

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	13.4%	8.6%	12.3%	13.1%
EBIT 增长率	9.9%	4.8%	16.6%	12.0%
净利润增长率	7.7%	7.6%	13.5%	11.8%
盈利能力				
毛利率	37.5%	37.9%	38.2%	38.1%
净利润率	7.7%	7.6%	7.7%	7.6%
总资产收益率 ROA	11.5%	11.6%	11.9%	12.2%
净资产收益率 ROE	26.5%	25.1%	25.9%	25.9%
偿债能力				
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.6
现金比率	0.4	0.4	0.3	0.4
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	5.4	4.8	5.1	5.0
存货周转天数	42.2	39.7	41.0	40.3
总资产周转率	1.7	1.6	1.6	1.7
每股指标（元）				
每股收益	1.2	1.2	1.4	1.6
每股净资产	4.3	4.9	5.4	6.0
每股经营现金流	1.4	1.8	1.7	2.7
每股股利	0.8	0.9	0.9	0.9
估值分析				
PE	38.4	36.0	31.7	28.4
PB	10.3	9.0	8.2	7.4
EV/EBITDA	26.8	24.9	21.7	18.9
股息收益率	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	6,951	7,477	8,490	9,493
折旧和摊销	2,199	2,284	2,652	2,924
营运资金变动	(502)	1,748	(653)	4,728
经营活动现金流	8,395	11,087	10,065	16,722
资本开支	9,209	4,637	6,858	5,748
投资	(921)	0	0	0
投资活动现金流	(9,999)	(4,637)	(6,858)	(5,748)
股权募资	275	0	0	0
债务募资	6,633	(37)	0	0
筹资活动现金流	(1,016)	(5,234)	(5,460)	(5,729)
现金净流量	(2,621)	1,217	(2,253)	5,246

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。