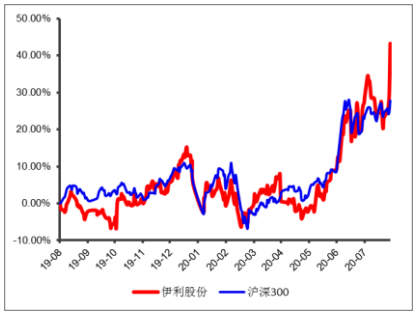
食品饮料 伊利股份（600887.SH） 首次评级

报告原因：中报点评 **业绩超市场预期，盈利能力有望持续提升** **买入**

2020 年 8 月 28 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 28 日

收盘价(元)：40.59

年内最高/最低（元）：40.59/26.18

流通 A 股/总股本（亿）：59/60.83

流通 A 股市值（亿）：2395

总市值（亿）:2469

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：1.15

每股净资产(元)：4.29

净资产收益率：26.38%

分析师：和芳芳

执业登记编码： S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 晚间公布半年报，公司上半年公司实现营收 473.44 亿元，同比增 5.29%；净利 37.35 亿元，同比微降 1.2%。

事件点评

- **业绩超市场预期，龙头地位持续强化。**公司 2020H1 实现营业收入 473.44 亿元，同比增长 5.29%，归母净利润 37.35 亿，同比减少 1.2%，其中单 Q2 实现营业收入为 268.76 亿元，同比增长 22.49%，实现归母净利润 25.92 亿元，同比增加 72.28%，二季度业绩大幅改善。1）分产品来看，奶粉增速亮眼。2020H1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品分别实现营收 354.44/66.42/48.67 亿元，同比分别-1.94%/+51.50%/+13.19%，其中“金典”“安慕希”“畅轻”“金领冠”“巧乐兹”等重点产品销售收入同比增长 3.6%。2）公司市场份额占比提升，龙头地位持续强化。根据尼尔森零研数据显示，公司常温液态奶业务/低温液态奶业务/婴幼儿配方奶粉的市场零售额份额分别同比+0.8pct/+0.3pct/-0.2pct。3）公司坚定实施创新驱动发展战略，积极布局大健康领域，2020H1 公司新品销售收入占比 15.3%。
- **毛利增加及费用减少，Q2 盈利能力大幅改善。**公司 2020H1 销售净利率 7.94%，同比减少 0.51pct(Q2 为 9.69%，同比+2.77pct)，具体来看：1)2020H1 年度销售毛利率为 38.17%，同比减少 0.41pct (Q2 为 38.70%，同比+1.58pct)，2）2020H1 年度销售期间费用率 28.99%，同比减少 0.09pct，其中销售费用率为 23.81%，同比减少 0.82pct（Q2 为 22.75%，同比-2.48pct)，管理费用率 4.89%，同比增加 0.19pct，主要是本期股权激励费用增加所致；财务费用率为 0.18%，同比增加 0.5pct，主要是本期超短期融资券、短期借款等有息负债平均余额高于上年同期，使得利息支出增加所致。此外，经营活动产生的现金流量净是 37.22 亿元，同比减少 1.15%，主要是本期合同负债下降使得销售商品收到的现金相对减少所致。
- **需求恢复叠加竞争缓和，业绩弹性有望持续释放。**根据行业发展情况，公司 2020 年公司计划实现营业总收入 970 亿元，利润总额 61 亿元。三季度为传统中秋国庆旺季，目前渠道库存较低，Q3 有望延续二季度良好态势，同时，乳业双雄在较大的外部压力下，竞争恶化概率不大，

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

因此，盈利能力有望持续提升，全年完成目标可期。

投资建议

- 公司二季度业绩环比改善明显，展望下半年，目前终端动销已基本恢复正常水平，随着中秋、国庆旺季的到来，竞争放缓，后续盈利能力有望持续提升。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 71.76 亿、81.58 亿、92.52 亿，EPS 分别为 1.18 元、1.34 元、1.52 元，对应当前股价，PE 分别为 34 倍、30 倍、26 倍。首次 “买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险、疫情发展超预期、原材料价格波动风险

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	25,706	91,678	98,608	106,810
现金	11,325	19,669	24,793	33,370
应收账款	1,810	1,044	1,666	1,850
其他应收款	195	120	156	194
预付账款	1,157	1,463	1,578	1,611
存货	7,872	66,422	66,811	66,647
其他流动资产	3,346	2,960	3,604	3,139
非流动资产	34,755	33,037	33,782	34,659
长期投资	1,961	1,878	1,916	1,919
固定资产	18,296	17,137	15,979	14,820
无形资产	1,409	1,315	1,227	1,145
其他非流动资产	13,090	12,706	14,660	16,775
资产总计	60,461	124,715	132,390	141,470
流动负债	31,432	92,273	96,840	102,341
短期借款	4,560	64,645	64,639	64,617
应付账款	10,501	10,923	12,314	13,568
其他流动负债	16,372	16,704	19,887	24,156
非流动负债	2,755	1,139	1,245	1,335
长期借款	471	471	471	471
其他非流动负债	2,284	668	773	864
负债合计	34,187	93,412	98,085	103,676
少数股东权益	143	154	170	189
股本	6,096	6,096	6,096	6,096
资本公积	844	844	844	844
留存收益	21,534	24,208	27,195	30,664
归属母公司股东权益	26,131	31,149	34,135	37,605
负债和股东权益	60,461	124,715	132,390	141,470

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8,455	(48,782)	12,670	16,705
净利润	6,951	7,176	8,158	9,252
折旧摊销	1,958	1,253	1,246	1,241
财务费用	344	1,526	2,927	2,823
投资损失	(545)	(544)	(544)	(433)
营运资金变动	1,842	(58,687)	703	3,566
其他经营现金流	(2,094)	494	180	257
投资活动现金流	(9,999)	1,165	467	379
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(52)	82	(38)	(2)
其他投资现金流	(9,948)	1,082	505	381

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	90,223	98,343	110,144	121,159
营业成本	56,392	60,973	67,739	74,391
营业税金及附加	577	629	705	775
销售费用	21,070	22,373	24,727	27,200
管理费用	4,285	4,475	4,791	5,270
财务费用	8	1,526	2,927	2,823
资产减值损失	(241)	413	117	175
公允价值变动收益	78	70	48	63
投资净收益	545	544	544	433
营业利润	8,280	8,569	9,730	11,019
营业外收入	30	2	2	2
营业外支出	116	115	115	115
利润总额	8,194	8,456	9,617	10,906
所得税	1,243	1,268	1,443	1,636
净利润	6,951	7,187	8,174	9,270
少数股东损益	17	11	16	18
归属母公司净利润	6,934	7,176	8,158	9,252
EBITDA	10,648	11,347	13,903	15,083
EPS（元）	1.14	1.18	1.34	1.52

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	13.41%	9.00%	12.00%	10.00%
营业利润	7.66%	3.48%	13.55%	13.25%
归属于母公司净利润	7.67%	3.50%	13.69%	13.40%
获利能力				
毛利率(%)	37.50%	38.00%	38.50%	38.60%
净利率(%)	7.69%	7.30%	7.41%	7.64%
ROE(%)	26.45%	22.96%	23.83%	24.53%
ROIC(%)	43.67%	54.95%	11.71%	13.03%
偿债能力				
资产负债率(%)	56.54%	74.90%	74.09%	73.28%
净负债比率(%)	25.45%	24.54%	8.40%	-3.21%
流动比率	0.82	0.99	1.02	1.04
速动比率	0.57	0.27	0.33	0.39
营运能力				
总资产周转率	1.67	1.06	0.86	0.88
应收账款周转率	66.43	77.45	90.48	76.51
应付账款周转率	9.33	9.18	9.48	9.36
每股指标（元）				

筹资活动现金流	(1,016)	52,873	(7,906)	(8,365)	每股收益(最新摊薄)	1.14	1.18	1.34	1.52
短期借款	3,037	60,086	(7)	(22)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	(8.02)	2.08	2.75
长期借款	471	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.30	5.12	5.61	6.18
普通股增加	18	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	(1,997)	0	0	0	P/E	35.6	34.5	30.3	26.7
其他筹资现金流	(2,545)	(7,213)	(7,900)	(8,343)	P/B	9.4	7.9	7.2	6.6
现金净增加额	(2,560)	5,255	5,231	8,719	EV/EBITDA	16.71	27.09	21.78	19.53

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336