消费升级与娱乐研究中心

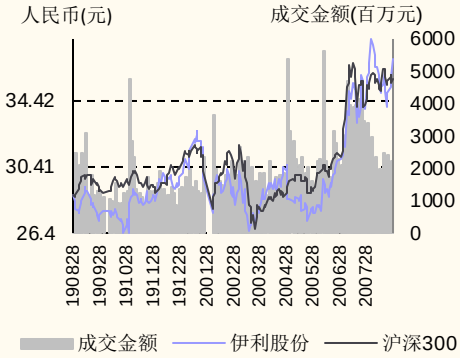
伊利股份 (600887.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：36.90 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	60.83
已上市流通 A 股(亿股)	59.00
总市值(亿元)	2,244.71
年内股价最高最低(元)	38.10/34.07
沪深 300 指数	4731
上证指数	3350



相关报告

1.《疫情影响短期业绩，未来依旧笃定前行-伊利业绩点评》，2020.4.30

2.《Q3 业绩超预期，四季度盈利弹性有望持续释放-伊利股份 2019...》，2019.10.31

3.《短期步伐放缓不改长期向上姿态，全年目标未变稳步迈向千亿时代-...》，2019.9.2

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

Q2 业绩大超预期，稳步迈向千亿时代

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.06	1.14	1.18	1.35	1.53
每股净资产(元)	4.59	4.29	4.98	5.63	6.46
每股经营性现金流(元)	1.42	1.38	1.76	2.18	2.50
市盈率(倍)	22	27	31	27	24
净利润增长率(%)	7.31%	7.67%	3.76%	14.01%	13.65%
净资产收益率(%)	23.07%	26.53%	23.68%	23.90%	23.67%
总股本(百万股)	6,078.13	6,096.38	6,083.21	6,083.21	6,083.21

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩概述

■ 伊利于 8 月 27 日发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 473.4 亿元，同比+5.3%；实现归母净利润 37.4 亿元，同比-1.2%；实现扣非归母净利润 37.7 亿元，同比+7.0%。其中 Q2 实现营业收入 268.0 亿元，同比+22.4%；实现归母净利润 25.9 亿元，同比+72.3%，实现扣非归母净利润 24.0 亿元，同比+79.3%，业绩大幅超出市场预期。

业绩点评

■ **二季度收入端环比改善明显，Q2 营业收入同比+22.4%。**分业务来看：1）液体乳 Q1 受疫情影响收入同比-19.0%，Q2 伴随需求回升+终端促销，收入端恢复明显，同比+16.9%，预计主要受金典、安慕希两大单品拉动。根据尼尔森数据，上半年公司在机白奶和常温酸奶细分市场中份额分别提升 4.0pct 和 3.2pct，疫情下龙头抗风险能力凸显，份额加速集中。2）奶粉及奶制品上半年同比+51.5%，其中 Q2 收入+85.7%，国产奶粉加速发展趋势明确，Westland 并表贡献增量，同时奶酪业务发展势头迅猛。3）冷饮业务上半年同比+13.2%，预计巧乐兹等重点产品实现较高增长。4）公司持续推出新品，气泡水、豆乳等新品也已于报告期内上市，贡献收入增量。

■ **产品结构持续优化，费用管控较好，利润端环比大幅改善。**上半年公司实现毛利率 38.2%，同比-0.4pct（疫情影响高端产品销售+买赠促销加大导致液体乳毛利率下降 0.9pct，同时 Westland 并表影响奶粉业务毛利率），其中 Q2 实现毛利率 38.7%，同比+1.6pct，环比改善明显，主要在于高端产品占比环比明显回升。销售费用率上半年同比-0.8pct 至 23.8%，其中 Q2 同比-2.5pct 至 22.8%，预计主要受益于 Q2 营收大幅增长，规模效益凸显。公司上半年净利率同比-0.5pct 至 7.9%，其中 Q2 受益于毛利率改善和费用率控制推动净利率同比+2.8pct 至 9.7%，环比大幅改善。

■ **Q2 以来业务恢复超预期，全年千亿值得期待。**疫情对公司的影响偏短期，Q2 开始收入和利润端均有明显改善，体现出龙头较强的风险应对能力，行业集中度有望进一步提升。7、8 月终端动销较好，我们预计下半年收入有望实现双位数增长，全年千亿可期。此外，上半年公司扣非归母净利润同比+7.0%，下半年预计将进入竞争边际趋缓阶段，渠道反馈促销环比有所放缓，我们预计今年股权激励的利润目标也有望实现，进一步提振市场信心。

■ **盈利预测：**公司 Q2 利润表现大幅超出我们此前预期，因此我们上调全年盈利预测：预计 20-22 年归母净利润分别为 71.94/82.02/93.22 亿元，较上期分别上调 16%/1%/1%，分别同比+3.8%/+14.0%/+13.6%。EPS 分别为 1.18 元/1.35 元/1.53 元，PE 分别为 31X/27X/24X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原奶价格过高/费用率提升风险/行业竞争加剧/食品安全问题。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**68,058**	**79,553**	**90,223**	**99,980**	**112,941**	**126,694**
增长率		*16.9%*	*13.4%*	*10.8%*	*13.0%*	*12.2%*
主营业务成本	-42,363	-49,106	-56,392	-62,391	-70,071	-78,121
%销售收入	*62.2%*	*61.7%*	*62.5%*	*62.4%*	*62.0%*	*61.7%*
毛利	25,696	30,447	33,831	37,589	42,870	48,572
%销售收入	*37.8%*	*38.3%*	*37.5%*	*37.6%*	*38.0%*	*38.3%*
营业税金及附加	-512	-531	-577	-600	-734	-824
%销售收入	*0.8%*	*0.7%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.7%*	*0.7%*
营业费用	-15,522	-19,773	-21,070	-23,495	-26,541	-29,773
%销售收入	*22.8%*	*24.9%*	*23.4%*	*23.5%*	*23.5%*	*23.5%*
管理费用	-3,317	-3,407	-4,780	-5,399	-6,212	-7,095
%销售收入	*4.9%*	*4.3%*	*5.3%*	*5.4%*	*5.5%*	*5.6%*
息税前利润（EBIT）	6,345	6,737	7,405	8,095	9,383	10,881
%销售收入	*9.3%*	*8.5%*	*8.2%*	*8.1%*	*8.3%*	*8.6%*
财务费用	-113	60	-8	-291	-377	-295
%销售收入	*0.2%*	*-0.1%*	*0.0%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.2%*
资产减值损失	-51	-76	-302	-108	-124	-118
公允价值变动收益	0	0	78	0	0	0
投资收益	135	261	545	500	400	300
%税前利润	*1.9%*	*3.4%*	*6.6%*	*5.9%*	*4.1%*	*2.7%*
营业利润	7,116	7,691	8,280	8,776	9,761	11,128
营业利润率	*10.5%*	*9.7%*	*9.2%*	*8.8%*	*8.6%*	*8.8%*
营业外收支	-42	-113	-86	-300	-100	-150
税前利润	**7,074**	**7,578**	**8,194**	**8,476**	**9,661**	**10,978**
利润率	*10.4%*	*9.5%*	*9.1%*	*8.5%*	*8.6%*	*8.7%*
所得税	-1,071	-1,126	-1,243	-1,271	-1,449	-1,647
所得税率	*15.1%*	*14.9%*	*15.2%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	6,003	6,452	6,951	7,204	8,212	9,332
少数股东损益	2	12	17	10	10	10
归属于母公司的净利润	**6,001**	**6,440**	**6,934**	**7,194**	**8,202**	**9,322**
净利率	*8.8%*	*8.1%*	*7.7%*	*7.2%*	*7.3%*	*7.4%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	6,003	6,452	6,951	7,204	8,212	9,332
少数股东损益	2	12	17	10	10	10
非现金支出	1,495	1,684	2,199	2,650	3,385	3,873
非经营收益	80	-30	-253	314	351	505
营运资金变动	-571	518	-502	587	1,313	1,525
经营活动现金净流	**7,006**	**8,625**	**8,395**	**10,755**	**13,260**	**15,235**
资本开支	-3,279	-5,043	-9,209	-10,969	-6,620	-5,690
投资	-30	-176	-921	-100	-100	-100
其他	192	-154	130	500	400	300
投资活动现金净流	**-3,117**	**-5,374**	**-9,999**	**-10,569**	**-6,320**	**-5,490**
股权募资	218	18	275	1,328	0	0
债权募资	7,710	-6,337	6,633	3,749	-595	103
其他	-4,273	-4,123	-7,862	-4,809	-4,899	-4,882
筹资活动现金净流	**3,655**	**-10,442**	**-954**	**268**	**-5,493**	**-4,780**
现金净流量	**7,545**	**-7,191**	**-2,559**	**455**	**1,447**	**4,966**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	21,823	11,051	11,325	11,780	13,227	18,193
应收款项	994	1,437	2,032	2,317	2,556	2,765
存货	4,640	5,507	7,715	8,800	9,388	9,304
其他流动资产	2,388	6,461	4,634	5,262	5,692	6,034
流动资产	29,846	24,455	25,706	28,159	30,863	36,295
%总资产	*60.5%*	*51.4%*	*42.5%*	*39.6%*	*40.0%*	*43.0%*
长期投资	2,417	2,740	3,784	3,884	3,984	4,084
固定资产	15,158	17,374	24,461	31,009	33,841	35,179
%总资产	*30.7%*	*36.5%*	*40.5%*	*43.6%*	*43.9%*	*41.7%*
无形资产	594	708	2,615	3,826	4,233	4,640
非流动资产	19,455	23,151	34,755	42,969	46,308	48,152
%总资产	*39.5%*	*48.6%*	*57.5%*	*60.4%*	*60.0%*	*57.0%*
资产总计	**49,300**	**47,606**	**60,461**	**71,127**	**77,171**	**84,447**
短期借款	7,884	1,556	4,866	8,679	8,085	8,188
应付款项	12,864	14,634	20,527	22,403	24,622	26,226
其他流动负债	3,102	2,981	6,040	6,841	7,316	7,820
流动负债	23,850	19,171	31,432	37,923	40,022	42,234
长期贷款	0	0	471	471	471	471
其他长期负债	210	398	2,284	2,195	2,195	2,195
负债	**24,061**	**19,569**	**34,187**	**40,588**	**42,688**	**44,900**
普通股股东权益	25,103	27,916	26,131	30,386	34,320	39,374
少数股东权益	136	122	143	153	163	173
负债股东权益合计	**49,300**	**47,606**	**60,461**	**71,127**	**77,171**	**84,447**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.987	1.059	1.137	1.183	1.348	1.532
每股净资产	4.130	4.593	4.286	4.984	5.630	6.459
每股经营现金净流	1.153	1.419	1.377	1.764	2.175	2.499
每股股利	0.600	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700
回报率						
净资产收益率	23.90%	23.07%	26.53%	23.68%	23.90%	23.67%
总资产收益率	12.17%	13.53%	11.47%	10.11%	10.63%	11.04%
投入资本收益率	16.25%	19.31%	18.68%	16.51%	17.72%	18.43%
增长率						
主营业务收入增长率	12.29%	16.89%	13.41%	10.81%	12.96%	12.18%
EBIT增长率	22.24%	6.18%	9.91%	9.32%	15.91%	15.97%
净利润增长率	5.99%	7.31%	7.67%	3.76%	14.01%	13.65%
总资产增长率	25.57%	-3.44%	27.00%	17.64%	8.50%	9.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.6	4.3	5.5	7.0	6.8	6.5
存货周转天数	38.6	37.7	42.8	52.0	50.0	45.0
应付账款周转天数	60.3	59.8	62.6	70.0	68.0	62.0
固定资产周转天数	71.1	67.4	74.0	87.0	83.0	74.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.22%	-33.87%	-18.57%	-4.98%	-10.33%	-21.30%
EBIT利息保障倍数	55.9	-111.8	925.3	27.8	24.9	36.9
资产负债率	48.80%	41.11%	56.54%	57.06%	55.32%	53.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-02-28	买入	26.63	N/A
2	2019-03-19	买入	28.56	N/A
3	2019-04-09	买入	28.62	N/A
4	2019-04-26	买入	30.45	N/A
5	2019-08-07	买入	28.10	35.00～35.00
6	2019-09-02	买入	28.65	35.00～35.00
7	2019-10-31	买入	27.12	35.00～35.00
8	2020-04-30	买入	29.29	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH