伊利股份（600887）

公司研究/点评报告

Q2 业绩表现靓丽，市场地位持续强化

——伊利股份（600887）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 8 月 28 日

一、事件概述

8 月 27 日，公司发布 2019 年半年报。报告期内公司实现营业总收入 475.28 亿元，同比+5.45%；实现归母净利润 37.35 亿元，同比-1.20%；基本 EPS 为 0.61 元。

二、分析与判断

➢ 20Q2 疫情不利影响逐步消退，动销快速恢复助力业绩高增长

2020H1，公司实现营收/归母净利润 475.28/37.35 亿元，同比分别+5.45%/-1.20%；合 20Q2 单季度实现营收/归母净利润 268.76/25.92 亿元，同比分别+22.49%/+72.28%。总体看，Q2 疫情不利影响基本消退，4 月中下旬开始行业动销逐步恢复正常，叠加渠道补货需求，公司收入端恢复快速增长；利润端受毛利率走高及销售费用投放趋紧影响，增速大幅高于收入端。

分产品看，20H1 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%；合 20Q2 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品分别实现营收 200.85/34.01/30.55 亿元，同比分别+16.88%/+85.66%/+9.11%。Q2 液体乳的高增长是带动 20H1 收入端保持同比小幅增长的核心原因；奶粉及奶制品保持高速增长，未来收入占比有望进一步提升。

➢ 产品毛利率提高及费用投放趋紧是 20Q2 利润端实现高增长的核心原因

2020H1 公司毛利率为 38.17%，同比-0.41ppt（Q2 为 38.70%，同比+1.58ppt）。20Q2 受核心单品动销恢复及高毛利率的奶粉产品保持高速增长等原因共同影响，毛利率同比上行，部分弥补 20Q1 受疫情影响造成的损失，20H1 毛利率同比仅小幅下滑。20H1 公司净利润率为 7.90%，同比-0.52ppt（Q2 为 9.69%，同比+2.77ppt）。20Q2 毛利率提升叠加费用率下行是净利润率出现显著上升的核心原因，受 Q2 净利润率提高带动，20H1 净利润率同比仅小幅下行，Q1 净利润率同比大幅下滑的态势得到扭转。

2020H1 公司期间费用率为 28.88%，同比-0.13ppt（Q2 为 27.74%，同比-2.24ppt）原因是销售费用率同比下滑拉低整体费用率水平。其中销售费用率为 23.81%，同比-0.82ppt（Q2 为 22.75%，同比-2.48ppt），原因是 20H1 收入同比小幅增长，有效摊薄装卸运输费用和广告营销费用的上升，使得整体销售费用率同比下降。管理费用率为 4.46%，同比+0.21ppt（Q2 为 4.48%，同比+0.04ppt）原因是股权激励费用增加。研发费用率为 0.43%，同比-0.02ppt（Q2 为 0.45%，同比-0.05ppt），原因是调研、试验、设计费有所上升。财务费用率为 0.18%，同比+0.50ppt（Q2 为 0.06%，同比+0.25ppt），原因是超短期融资券、短期借款等有息负债同比上升，利息支出增加。

此外，20H1 公司短期借款 108.19 亿元，同比+839.53%，原因是银行借款增加及票据贴现增加产生的负债。应收账款、存货、固定资产、应收票据等项目均有较大增加，原因是收购 Westland Dairy Company Limited 并表导致，20H1 该子公司亏损人民币 1.33 亿元。如我们此前报告所述，此子公司的原奶保障战略意义强于财务意义，短期对上市公司整体业绩表现影响较小。

推荐　　维持评级

当前价格：　36.90

交易数据	2020-8-27
近 12 个月最高/最低	37.77/27.04
总股本（百万股）	6083.21
流通股本（百万股）	5900.00
流通股比例（%）	97%
总市值（亿元）	2244.71
流通市值（亿元）	2177.10

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

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 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
2. 伊利股份（600887）2019 年三季报点评：Q3 业绩增速重回双位数，公司内生增长动力充沛

➢ 市占率持续提升，产品矩阵进一步完善

截至 2020H1，公司常温液态类乳品渗透率为 84.2%，同比+0.3ppt，市场地位依然稳固。常温/低温/婴幼儿奶粉的市占率分别为 38.8%/15.3%/5.8%，同比分别+3.2ppt/0.3ppt/-0.2ppt。主要核心品类的市占率仍在稳步提高。

核心单品方面，金典、安慕希、畅轻、金领冠、巧乐兹等重点产品销售收入同比+3.6%。新品方面，20H1 新品销售收入占比达 15.3%。公司上半年推出安慕希芝士波波球常温酸奶、金典低温牛奶、畅轻纤酪乳、低温酸奶、QQ 星儿童成长配方奶粉等产品常，产品矩阵得到进一步丰富和完善。

三、盈利预测与投资建议

基于公司上半年业绩表现，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 70.42/82.79/91.90 亿元，同比+1.6%/+17.6%/+11.0%。按照最新股本对应 EPS 为 1.16/1.36/1.51 元，目前股价对应 PE 为 32/27/25 倍。公司估值低于乳制品可比公司（以液奶为主）44 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），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	7,042	8,279	9,190
增长率（%）	7.7%	1.6%	17.6%	11.0%
每股收益（元）	1.15	1.16	1.36	1.51
PE（现价）	32.1	31.9	27.2	24.5
PB	8.6	7.7	7.0	6.3

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	21,364	23,685	26,811
管理费用	4,285	7,330	8,210	9,325
研发费用	495	538	604	683
EBIT	7,405	7,269	8,829	9,807
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	8,407	9,870	10,943
营业外收支	(86)	(100)	(93)	(96)
利润总额	8,194	8,308	9,777	10,847
所得税	1,243	1,247	1,476	1,633
净利润	6,951	7,060	8,302	9,214
归属于母公司净利润	6,934	7,042	8,279	9,190
EBITDA	9,363	9,523	11,406	12,731

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	11325	12130	9669	14626
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	24864	26807	30095
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	63737	70415	76975
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	31543	35363	38426
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	34298	38118	41181
股本	6096	6096	6096	6096
少数股东权益	143	161	184	208
股东权益合计	26274	29439	32297	35794
负债和股东权益合计	60461	63737	70415	76975

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%	-1.8%	21.5%	11.1%
净利润增长率	7.7%	1.6%	17.6%	11.0%
盈利能力				
毛利率	37.5%	37.9%	38.2%	38.1%
净利润率	7.7%	7.2%	7.5%	7.4%
总资产收益率 ROA	11.5%	11.0%	11.8%	11.9%
净资产收益率 ROE	26.5%	24.1%	25.8%	25.8%
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	1.5
每股净资产	4.3	4.8	5.3	5.8
每股经营现金流	1.4	1.8	1.6	2.7
每股股利	0.8	0.9	0.9	0.9
估值分析				
PE	32.1	31.9	27.2	24.5
PB	8.6	7.7	7.0	6.3
EV/EBITDA	22.3	21.8	18.5	16.2
股息收益率	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	6,951	7,060	8,302	9,214
折旧和摊销	2,199	2,284	2,652	2,924
营运资金变动	(502)	1,764	(660)	4,731
经营活动现金流	8,395	10,686	9,869	16,446
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)	(5,245)	(5,472)	(5,742)
现金净流量	(2,621)	804	(2,461)	4,957

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

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，食品饮料行业研究助理。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。