太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-27

公司点评报告

买入/维持

伊利股份(600887)

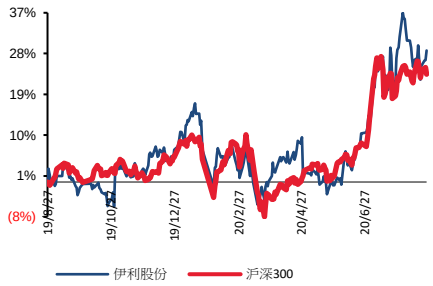
目标价：50.00

昨收盘：35.82

日常消费 食品、饮料与烟草

伊利股份中报：收入略超预期，净利润大超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	6,083/5,900
总市值/流通(百万元)	217,901/211,338
12 个月最高/最低(元)	38.10/27.12

相关研究报告：

伊利股份（600887）《伊利股份最新动态点评：销售趋势向好，全年预期改善》--2020/06/21

伊利股份（600887）《伊利股份：疫情影响减弱,市场加速恢复,明年业绩弹性大》--2020/04/29

伊利股份（600887）《伊利股份三季报：常温液奶支撑较快增长，报表环比改善》--2019/10/31

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL：zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

点评事件：公司披露中报,2020H 营业总收入 475.28 亿元,增长 5.45%;归母净利 37.35 亿元，下滑 1.2%；扣非后 37.66 亿元，增长 7.02%。Q2 营业收入 268.75 亿元，增长 22.49%；归母净利 25.92 亿元，增长 72.23%；扣非后 23.97 亿元，增长 79.25%。上半年销售毛利率 38.17%（降 0.41pct），销售费用率 23.81%（降 0.82pct），销售净利率 7.94%（降 0.51pct）；Q2 销售毛利率 38.70%（升 1.57pct），销售费用率 22.75%（降 2.48pct），销售净利率 9.72%（升 2.78pct）。

一、收入略超预期，常温液态奶符合预期，奶粉超预期

单二季度主营业务收入增长 22.06%略超预期。其中，液体乳增长 16.88%，剔除低温酸增速慢的拖累，可推测常温液态奶的报表收入增速应该略高于销售口径收入增速，符合我们此前关于一季度末报表端和销售端错位的判断。随着报表端和销售端的逐渐同步，并结合 7、8 月的销售趋势来看，常温液态奶 Q3 及下半年继续保持 15%+高增长的概率很高。

分区域来看，华北和其他区域的收入增速比华南区域高 3-4 个 pct，主要与区域的产品结构有关，侧面验证白奶类产品需求更好，占比提升，对毛利率也带来正面的贡献。判断该趋势还将继续保持，驱动收入和盈利能力的同步提高。

单二季度奶粉增长 85.66%，是主营业务收入超预期的重要原因，随着奶粉业务战略地位的提升以及奶粉渠道的加快拓展，判断未来奶粉业务仍将继续保持快速的增长。

二、利润大超预期，单二季度毛销差同比明显改善

单二季度归母净利润增长 72.23%大超市场预期。后疫情阶段，随着白奶需求的明显增加以及销售环境的同比改善（去年 5 月份特仑苏开启了高端白奶的价格战），在收入实现高增长的情况下，销售费用率明显改善，毛销差扩大，净利润实现大幅的增长。

销售费用率回落，一方面验证较好的终端动销和已经恢复良性的渠道

库存，另一方面也反映公司应对突发事件的调整能力和恢复能力。从目前的销售趋势来看，下半年白奶偏紧、市场销售环境总体缓和的概率更高，销售费用率存在进一步改善的可能性。

因为股权激励费用的分摊和影响，上半年管理费用增长 10.56%高于收入增速，但管理费用率提升在预期之内。

三、五强千亿没有难度，股权解锁希望大增

从过往伊利上下半年的收入占比以及目前良好的销售趋势来看，今年全年实现营业总收入千亿的目标大概率可以达成。结合单二季度业绩超预期以及费用改善的趋势来看，我们认为今年全年业绩达成股权激励解锁条件的希望大增。

收入确定性增强，业绩同比增速看高一档至中个位数增长。对应上调今年 EPS 至 1.2 元/股，上调阶段性目标股价至 50.00 元，买入评级。

盈利预测与评级：

疫情对渠道的影响基本消除，疫情对白奶类产品需求的提振具有长期、深远的影响。目前伊利常温液奶的渠道下沉已经恢复正常，叠加奶粉高增长的增量以及其他事业部的布局和壮大，以此为支撑，我们维持原先的判断：未来 2-3 年伊利收入继续保持高增长，市占率持续提升，净利率环比逐季度改善；看好下半年及明年一季报的业绩弹性。

结合中报调整未来三年的盈利预测，测算公司 2020-2022 年收入增速分别为 11%、12%、11%；利润增速分别为 5%、22%、16%；对应 EPS 分别为 1.20、1.46、1.70。

考虑行业龙头优势和下半年以及明年业绩的弹性较大，结合当前资金风险偏好和估值溢价情况，阶段目标价上调至 50.00 元，对应 2021 年 EPS 的估值约为 34 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复；原材料价格剧烈波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	90223	100057	112064	124391
净利润(百万元)	6934	7305	8902	10370
摊薄每股收益(元)	1.14	1.20	1.46	1.70

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。