2020 年 08 月 27 日
公司研究●证券研究报告

伊利股份（600887.SH）

公司快报

二季度核心业务恢复增长 全年目标有望顺利实现

事件：伊利股份发布 2020 年中报，20H1 公司实现营业总收入 475.28 亿元，同比增长 5.45%；归属于上市公司股东净利润 37.35 元，同比减少 1.20%。20Q2 实现营业总收入 268.76 亿元，同比增长 22.49%；归属于上市公司股东净利润 25.92 亿元，同比增长 78.28%。

投资要点

- **核心业务二季度明显恢复，奶粉增速为亮点。**20H1 业绩基本符合预期。**1、从产品端看，**20H1 液体乳实现营收 354.44 亿元，同比减少 1.9%，奶粉及奶制品营收 66.42 亿元，同比增长 51.5%，冷饮产品营收 48.67 亿元，同比增长 13.2%。单季度看，20Q2 液体乳营收 200.85 亿元，同比增长 16.9%，奶粉及奶制品营收 34.01 亿元，同比增长 85.7%，冷饮产品营收 30.55 亿元，同比增长 9.1%。液体乳、奶粉及奶制品、冷饮收入占比分别为 74.6%/14.0%/10.2%。同比-5.8/+4.2/+0.7pcts，奶粉及奶制品收入占比显著提高。**2、从市场端看，**根据公司公告，尼尔森数据显示，公司常温液态奶市场零售额份额同比+0.8 pcts，其中，常温酸奶/常温纯牛奶/常温有机液态奶市场零售额份额分别同比+3.2/+0.4/+4.0 pcts；低温液态奶市场零售额份额同比+0.3 pcts；婴幼儿配方奶粉市场零售额份额同比-0.2 pcts。**3、聚焦产品品类看，**公司低温纯牛奶和奶酪业务发展势头良好，“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%。上半年公司推出“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新品，新品销售收入占比 15.3%。

- **毛利率二季度略有回升，上半年回归去年同期水平。**20H1 公司毛利率 38.40%，同比减少 0.31pcts，主要系液体乳毛利率减少所致；20Q2 毛利率 38.88%，环比增长 1.09pcts。20H1 液体乳毛利率 35.0%，同比减少 0.89pcts，奶粉及奶制品毛利率 45.9%，同比减少 6.1pcts。费用方面，管理费用率为 4.46%，同比增长 0.21pcts，主要是上半年股权激励费用增加所致。销售费用率为 23.81%，同比减少 0.82pcts，基本保持稳定。

- **伴随三季度持续恢复，全年目标有望顺利实现。**根据调研数据，Q2 以来公司常温白奶增速高于 20%，常温酸奶增速 10-20%，低温酸奶亦取得正增长。疫情影响消费者对国外奶粉的消费信心，国产奶粉在新鲜度方面更占优势，奶粉业务 Q2 保持良好态势，预计全年可维持双位数增长。三季度传统中秋旺季，加之目前渠道库存较低（草根调研渠道库存显著低于正常水平），Q3 仍可延续二季度良好态势。同时疫情之后的渠道开发活动也积极恢复开展，预计在三季度也会继续推进。我们预计下半年原奶价格处于温和小幅上涨阶段，公司作为行业龙头，公司携手中地乳业，更好控制成本波动压力，全年收入目标有望顺利实现。

- **投资建议：**中长期我们坚定看好公司产品化平台（比标国际乳企，积极拓展奶粉奶酪、健康饮品等新领域）、国际化平台（实现资源、市场、研究国际化）、渠道影

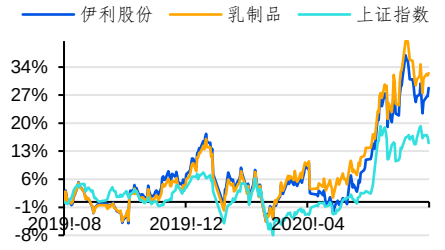
食品饮料 | 乳制品 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-08-27)	36.90 元

交易数据

总市值（百万元）	224,470.52
流通市值（百万元）	217,709.92
总股本（百万股）	6,083.21
流通股本（百万股）	5,900.00
12 个月价格区间	26.89/38.78 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.44	14.24	17.57
绝对收益	4.36	31.94	34.56

分析师 周蓉
SAC 执业证书编号：S0910520030001
zhourong@huajinsc.cn
分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

相关报告

伊利股份：上游原奶布局加速，增强公司中长期竞争力 2020-08-04

伊利股份：风险压力基本释放 内生增长动力强劲 2020-04-29

伊利股份：乳制品龙头国际赛道扬帆起航 2020-03-18

伊利股份：收入延续高增长，市占率稳步提升 2019-06-14

伊利股份：线上线下零售持续增长，产品升级推动业绩稳步提升 2018-06-15

响力（继续秉承公司扁平化、精细化渠道建设）、和品牌影响力（目标世界乳企龙头）优势。在此背景下，预计伊利 20 年依旧会在传统优势领域液态乳市场实现稳定增长，同时在奶粉及奶制品等市场亦实现增长。我们预测 2020-2022 年每股收益分别为 1.07、1.36 和 1.48 元，当前对应 PE 为 33.5X/26.3X/24.3X，维持买入-A 投资评级。

◆ **风险提示：**食品安全问题；行业竞争加剧风险；疫情影响下市场波动风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑；海外业务进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	78,976	90,009	97,458	109,632	120,544
YoY(%)	16.9	14.0	8.3	12.5	10.0
净利润(百万元)	6,440	6,934	6,498	8,283	8,984
YoY(%)	7.3	7.7	-6.3	27.5	8.5
毛利率(%)	37.8	37.3	37.4	38.2	37.6
EPS(摊薄/元)	1.06	1.14	1.07	1.36	1.48
ROE(%)	23.0	26.5	23.4	26.0	24.7
P/E(倍)	33.8	31.4	33.5	26.3	24.3
P/B(倍)	7.8	8.3	7.9	6.9	6.0
净利率(%)	8.2	7.7	6.7	7.6	7.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	24455	25706	23772	33598	34842
现金	11051	11325	10299	16818	18876
应收票据及应收账款	1282	1837	1540	2259	1918
预付账款	1460	1157	1676	1511	1993
存货	5507	7715	6596	9291	8352
其他流动资产	5155	3671	3660	3718	3702
非流动资产	23151	34755	34962	35975	36390
长期投资	1909	1961	2122	2312	2514
固定资产	14688	18296	19347	20822	21560
无形资产	639	1409	1459	1520	1592
其他非流动资产	5914	13090	12035	11322	10724
资产总计	47606	60461	58734	69573	71232
流动负债	19171	31432	28530	35740	33231
短期借款	1523	4560	4560	4560	4560
应付票据及应付账款	9116	10801	10757	13175	13401
其他流动负债	8532	16071	13214	18005	15270
非流动负债	**398**	**2755**	**2361**	**1977**	**1583**
长期借款	0	1971	1577	1193	799
其他非流动负债	398	784	784	784	784
负债合计	19569	34187	30891	37716	34813
少数股东权益	122	143	153	166	182
股本	6078	6096	6096	6096	6096
资本公积	2841	844	844	844	844
留存收益	18718	21534	23609	26174	28998
归属母公司股东权益	27916	26131	27691	31691	36236
负债和股东权益	47606	60461	58734	69573	71232

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8625	8455	6484	14511	9724
净利润	6452	6951	6507	8296	9001
折旧摊销	1609	1958	2047	2376	2730
财务费用	-60	8	367	282	86
投资损失	-261	-545	-335	-319	-365
营运资金变动	518	-761	-2083	3901	-1696
其他经营现金流	367	845	-20	-24	-31
投资活动现金流	-5374	-9999	-1899	-3046	-2748
筹资活动现金流	-10749	-1016	-5611	-4947	-4918
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.14	1.07	1.36	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	1.39	1.07	2.39	1.60
每股净资产(最新摊薄)	4.59	4.30	4.55	5.21	5.96

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	78976	90009	97458	109632	120544
营业成本	49106	56392	61038	67758	75246
营业税金及附加	531	577	674	757	812
营业费用	19773	21070	24072	26860	28931
管理费用	2980	4285	3703	3837	4617
研发费用	427	495	527	713	663
财务费用	-60	8	367	282	86
资产减值损失	76	-241	0	0	0
公允价值变动收益	0	78	20	24	31
投资净收益	261	545	335	319	365
营业利润	7691	8280	7431	9769	10585
营业外收入	35	30	332	121	129
营业外支出	148	116	115	127	126
利润总额	7578	8194	7649	9763	10588
所得税	1126	1243	1141	1467	1588
税后利润	6452	6951	6507	8296	9001
少数股东损益	12	17	10	13	17
归属母公司净利润	6440	6934	6498	8283	8984
EBITDA	8947	10219	9706	12054	13092

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	16.9	14.0	8.3	12.5	10.0
营业利润(%)	8.1	7.7	-10.3	31.5	8.4
归属于母公司净利润(%)	7.3	7.7	-6.3	27.5	8.5
获利能力					
毛利率(%)	37.8	37.3	37.4	38.2	37.6
净利率(%)	8.2	7.7	6.7	7.6	7.5
ROE(%)	23.0	26.5	23.4	26.0	24.7
ROIC(%)	21.0	21.1	18.9	21.6	20.8
偿债能力					
资产负债率(%)	41.1	56.5	52.6	54.2	48.9
流动比率	1.3	0.8	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.4	0.4	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7
应收账款周转率	70.8	57.7	57.7	57.7	57.7
应付账款周转率	5.9	5.7	5.7	5.7	5.7
估值比率					
P/E	33.8	31.4	33.5	26.3	24.3
P/B	7.8	8.3	7.9	6.9	6.0
EV/EBITDA	23.4	20.9	22.1	17.2	15.7

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn