业绩超预期，公司领先优势以及盈利能力将持续提高

——伊利股份（600887）

事件：公司发布 2020 年年中报告，2020 年上半年实现营业收入 475.28 亿元，同比增长 5.45%；归属母公司净利润 37.35 亿元，同比下降 1.2%，扣非后归属母公司净利润 37.66 亿元，同比增长 7.02%。其中一季度实现营收 206.53 亿元，同比下降 10.71%，归属母公司净利润 11.43 亿元，同比下降 49.78%；二季度营收 268.76 亿元，同比增长 22.49%，归属母公司净利润 25.92 亿元，同比增长 72.28%。

点评

❖ **二季度恢复明显，业绩超预期**

公司二季度业绩增速较一季度环比增长明显，我们认为主要是因一方面得益于消费者对健康的重视，公司重点产品持续增长，2020 年上半年同比增长 3.6%，一方面为渠道持续渗透，上半年公司常温液态类乳品的市场渗透率为 84.2%，比上年同期提升了 0.3 个百分点，电商业务收入较上年同期增长 49%。得益于重点产品的增长，公司上半年毛利率为 38.17%，同比下降 0.41 个百分点，20Q2 毛利率为 38.72%，同比增长 1.58 个百分点。费用投放效率提升带动盈利端表现优秀，2020 年二季度销售费用率为 22.75%，同比下降 2.5 个百分点。

❖ **原奶成本上涨，行业领导者将持续受益**

2020 年 5 月开始国内原料奶收购价格持续上涨，已从 5 月份的 3.56 元/公斤上涨至 3.74 元/公斤，同时，受中美贸易摩擦、汇率波动及境外疫情的影响，加大了乳企业务发展的不确定性。在此背景下，据以往行业竞争态势，成本上涨的情况下企业整体竞争趋缓，行业领导者将持续受益。

❖ **维持增持评级**

疫情对公司业务短期产生一定影响，但公司在品牌、产品、渠道上已经形成较为较大的竞争优势，公司二季度强劲的恢复也继续印证了这点，随着未来行业成本持续上涨，行业竞争趋缓，公司领先优势以及盈利能力将持续提高。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 979.26、109.88、122.28 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 70.46、81.16、91.64 亿元；对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.16、1.33、1.51 元/股，对应 PE 分别为 31.86、27.66、24.59X。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、疫情发展超预期，市场竞争加剧。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	90009.13	97926.10	109880.60	122283.30
+/-%	13.97%	8.80%	12.21%	11.29%
净利润(百万)	6541.86	7046.01	8116.20	9164.17
+/-%	10.09%	7.71%	15.19%	12.91%
EPS(元)	1.08	1.16	1.33	1.51
PE	34.31	31.86	27.66	24.49

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2020/08/27

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	食品饮料
报告时间	2020/08/27
前收盘价	36.9 元
公司评级	增持评级

分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

ouyangyujian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

报表预测					
利润表（亿元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	78976.39	90009.13	97926.10	109880.60	122283.30
减:营业成本	49106.03	56391.71	60224.55	68125.97	76427.06
营业税金及附加	530.95	576.99	627.74	704.37	783.88
营业费用	19772.68	21069.66	23991.89	26371.34	28736.58
管理费用	2979.74	4284.93	4661.82	5230.92	5821.35
财务费用	-60.27	8.00	22.97	-211.45	-381.12
资产减值损失	75.66	-241.44	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	260.91	544.87	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.23	78.16	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	150.02	-824.67	0.00	0.00	0.00
营业利润	6982.76	7717.65	8397.13	9659.45	10895.55
加:其他非经营损益	-113.20	-86.21	-86.21	-86.21	-86.21
利润总额	6869.56	7631.44	8310.92	9573.23	10809.34
减:所得税	915.27	1072.62	1246.64	1435.99	1621.40
净利润	5954.29	6558.82	7064.28	8137.25	9187.93
减:少数股东损益	12.25	16.96	18.27	21.04	23.76
归属母公司股东净利润	5942.04	6541.86	7046.01	8116.20	9164.17
资产负债表（亿元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	8511.73	8516.33	10295.02	18592.73	25376.36
应收和预付款项	2809.76	3189.16	2692.27	3932.80	3468.61
存货	5507.07	7715.03	6405.76	9567.67	8352.10
其他流动资产	5000.93	3476.33	3476.33	3476.33	3476.33
长期股权投资	1909.39	1960.90	1960.90	1960.90	1960.90
投资性房地产	0.00	533.30	479.22	425.14	371.06
固定资产和在建工程	17374.47	24461.26	20877.84	17294.42	13711.00
无形资产和开发支出	649.95	1936.23	1767.67	1599.11	1430.55
其他非流动资产	2608.02	3829.69	3490.32	3150.96	3150.96
资产总计	44371.31	55618.24	51445.33	60000.07	61297.88
短期借款	1523.00	4559.63	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	14633.60	20526.74	18669.34	24596.38	22927.21
长期借款	0.29	1971.12	1971.12	1971.12	1971.12
其他负债	177.20	3576.67	3539.59	3539.59	3539.59
负债合计	16334.09	30634.17	24180.05	30107.09	28437.93
股本	6078.13	6096.38	6096.38	6096.38	6096.38
资本公积	2743.87	-2483.30	-2483.30	-2483.30	-2483.30
留存收益	19093.58	22517.95	24780.88	27387.53	30330.75
归属母公司股东权益	27915.58	26131.03	28393.96	31000.61	33943.82
少数股东权益	121.64	143.11	161.38	182.43	206.19
股东权益合计	28037.22	26274.14	28555.35	31183.04	34150.01
负债和股东权益合计	44371.31	56908.30	52735.40	61290.13	62587.94

现金流量表（亿元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	8631.99	8540.50	11254.72	13669.10	12696.75
投资性现金净流量	-5373.98	-9999.34	-110.36	-73.28	-73.28
筹资性现金净流量	-10748.98	-1016.47	-9365.67	-5298.11	-5839.84
现金流量净额	-7183.83	-2413.20	1778.69	8297.71	6783.63

财务分析和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	37.82%	37.35%	38.50%	38.00%	37.50%
销售净利率	7.54%	7.29%	7.21%	7.41%	7.51%
ROE	21.29%	25.03%	24.82%	26.18%	27.00%
ROA	15.33%	13.58%	16.20%	15.60%	17.01%
成长能力					
销售收入增长率	16.92%	13.97%	8.80%	12.21%	11.29%
净利润增长率	9.35%	10.15%	7.71%	15.19%	12.91%
资本结构					
资产负债率	36.81%	55.08%	47.00%	50.18%	46.39%
流动比率	1.35	0.80	1.04	1.27	1.55
速动比率	0.70	0.42	0.61	0.82	1.11
经营效率					
总资产周转率	1.78	1.62	1.90	1.83	1.99
存货周转率	8.92	7.31	9.40	7.12	9.15
业绩和估值					
EPS	0.98	1.08	1.16	1.33	1.51
PE	37.78	34.31	31.86	27.66	24.49

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399