

环比大幅改善，业绩超预期 买入（维持）

2020年08月28日

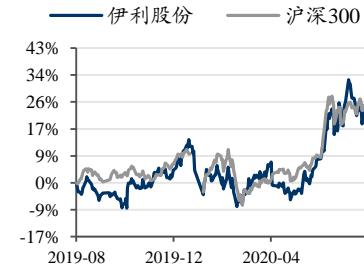
证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

股价走势



盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	90,223	97,992	107,490	118,537
同比 (%)	13.4%	8.6%	9.7%	10.3%
归母净利润 (百万元)	6,934	7,236	8,254	9,237
同比 (%)	7.7%	4.4%	14.1%	11.9%
每股收益 (元/股)	1.14	1.19	1.36	1.52
P/E (倍)	32.37	31.02	27.20	24.30

事件：

公司发布2020年中报，20H1实现营收475.28亿元(+5.5%)，归母净利37.35亿元(-1.2%)。20Q2实现营收268.76亿元(+22.5%)，归母净利25.92亿元(+72.3%)，经营现金流净额63.7亿元(+163.9%)。

投资要点

■ **Q2轻装上阵，收入大幅改善。**20H1实现营收475.28亿元(+5.5%)，其中20Q2实现营收268.76亿元(+22.5%)，其中Q2销量/结构升级分别贡献增速约+20/3%，价格恢复正贡献。**1)分产品看**，20H1液体乳实现收入354亿元(-2%)，其中Q1/Q2分别同增-19/+17%，奶粉及奶制品实现收入66亿元(+52%)，其中Q1/Q2分别同增+27/+87%。**拆分单品看**，金典、安慕希、畅轻、金领冠、巧乐兹等重点产品收入同增3.6%。上半年费用投放未大幅增加，新品推广节奏相比去年同期有所放缓，预计**20H2**新品将释放更大潜力。**20H1**新品收入占比15.3%(-2.1pct)，期间公司推出安慕希芝士波波球常温酸奶、金典低温奶、畅轻纤酪乳低温酸奶等新品。**2)分地区看**，20H1华北/华南/其他地区营收同比+4.3/3.7/6.2%，经销商分别同比+37/275/132家，期末经销商合计12790家，增加海外东南亚、新西兰市场贡献增量。凯度数据显示，截至6月伊利常温液态类乳品市场渗透率为84.2%(+0.3pct)，网点布局持续深化。**3)分渠道看**，20H1经销商/直营渠道分别实现收入455/15亿元，同比+5/8%，其中**疫情期间商超渠道占比较高**的直营体系受益。

■ **终端需求旺盛，促销力度减弱，业绩超预期。**20H1毛利率38.17%(-0.41pct)，其中Q2毛利率38.7%(+1.58pct)，因疫后消费者健康意识提升，对乳制品需求旺盛，故Q2毛利率有所改善。分结构看20H1液态奶/奶粉/冷饮毛利率分别为34.9/46.1/50.9%，同比-1/-5.5/+3.5pct，奶粉业务高增亦带动毛利率上移。此外，Q2原奶成本基本持平也成为毛利率提升的基础。今年8月公司以1.8亿元认购中地乳业定增股份，目前持股16.6%，进一步增强上游协同性。展望H2预计终端需求旺盛将导致原奶温和小幅上涨，但公司对原奶掌控力持续提升，预计成本仍可控。20H1销售费用率23.8%(-0.8pct)，其中Q2为22.8%(-2.5pct)，因竞争格局优化+Q1加大力度清理渠道库存，H1终端促销人员投入未有显著提升。展望H2，预计在成本小幅上涨的背景下，预计终端竞争格局将持续有所改善，公司也能合理通过效率提升使得费用率稳中有降。20H1管理费用率(含研发)4.9%(+0.2pct)，其中职工薪酬增加2.3亿元，主要是股权激励费用，但与此同时管理层和核心业务人员绑定利益，强化发展动力，费用率平稳。综上20H1实现归母净利37.35亿元(-1.2%)，Q2实现归母净利25.92亿元(+72.3%)，业绩超预期。

市场数据

收盘价(元)	36.90
一年最低/最高价	26.18/38.78
市净率(倍)	8.77
流通A股市值(百万元)	217709.92

基础数据

每股净资产(元)	4.21
资产负债率(%)	62.38
总股本(百万股)	6083.21
流通A股(百万股)	5900.00

相关研究

- 《伊利股份(600887)：疫情下积极迎战，吹尽狂沙始到金》2020-04-30
- 《伊利股份(600887)：成本管控力持续验证，康饮布局稳步推进》2019-10-31
- 《伊利股份(600887)：竞争态势短期波动，风物长宜放眼量》2019-08-30

- **布局大健康，蓄力后千亿时代。** **产品：**试水新品增加 SKU，20H1 公司奶粉事业部推出 QQ 星儿童成长配方奶粉，康饮事业部推出伊然乳矿气泡水、植选无糖豆乳，奶酪事业部推出 2C 端定位白领女性的妙芝口袋芝士成人奶酪棒。此外收购的 Westland 奶酪、黄油等产品有望加强公司 2B 端布局。**团队：**康饮/奶酪事业部自成立以来积极组建优秀的运营团队，招聘有奶酪、饮品运营经验的管理人才，为长期增长打下基础。
- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年收入分别为 980/1075/1185 亿，同比+8.6%/9.7%/10.3%，归母净利分别为 72/83/92 亿，同比+4.4%/14.1%/11.9%；当前股价对应 PE 为 31/27/24X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，行业竞争加剧，原材料价格波动风险

伊利股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	25706	26745	32629	36938	营业收入	90223	97992	107490	118537
现金	11325	13081	16562	21036	减:营业成本	56392	61722	66340	72891
应收账款	1616	1335	1901	1668	营业税金及附加	577	627	688	759
存货	7715	6757	8798	8293	营业费用	21070	22832	25798	28805
其他流动资产	5050	5572	5368	5942	管理费用	4285	4508	5374	5690
非流动资产	34755	35273	35914	36644	财务费用	8	34	35	-77
长期股权投资	1961	2362	2814	3265	资产减值损失	-241	-121	158	201
固定资产	18296	19409	20334	21121	加:投资净收益	545	576	626	626
在建工程	6165	5186	4468	3955	其他收益	78	52	61	58
无形资产	1409	1459	1520	1592	营业利润	8280	9018	9784	10953
其他非流动资产	6925	6857	6779	6711	加:营业外收支	-86	-480	-60	-60
资产总计	60461	62018	68544	73582	利润总额	8194	8538	9724	10893
流动负债	31432	31084	34005	34610	减:所得税费用	1243	1288	1454	1639
短期借款	4560	4560	4560	4560	少数股东损益	17	14	16	18
应付账款	10501	10668	12085	12915	归属母公司净利润	6934	7236	8254	9237
其他流动负债	16372	15856	17361	17135	EBIT	8261	8507	9601	10638
非流动负债	2755	2362	1970	1578	EBITDA	10219	10556	11957	13321
长期借款	1971	1578	1186	795	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	784	784	784	784	每股收益(元)	1.14	1.19	1.36	1.52
负债合计	34187	33445	35975	36188	每股净资产(元)	4.30	4.67	5.33	6.12
少数股东权益	143	157	173	190	发行在外股份(百万股)	6096	6083	6083	6083
归属母公司股东权益	26131	28416	32396	37204	ROIC(%)	21.1%	20.5%	21.0%	20.9%
负债和股东权益	60461	62018	68544	73582	ROE(%)	26.5%	25.4%	25.4%	24.7%
现金流量表(百万元)					毛利率(%)	37.5%	37.0%	38.3%	38.5%
经营活动现金流	8455	8986	10492	11945	销售净利率(%)	7.7%	7.4%	7.7%	7.8%
投资活动现金流	-9999	-1940	-2311	-2729	资产负债率(%)	56.5%	53.9%	52.5%	49.2%
筹资活动现金流	-1016	-5290	-4700	-4742	收入增长率(%)	13.4%	8.6%	9.7%	10.3%
现金净增加额	-2498	1756	3481	4474	净利润增长率(%)	7.7%	4.4%	14.1%	11.9%
折旧和摊销	1958	2050	2356	2683	P/E	32.37	31.02	27.20	24.30
资本开支	9243	116	190	278	P/B	8.59	7.90	6.93	6.03
营运资本变动	-761	280	518	768	EV/EBITDA	21.53	20.65	17.91	15.71

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>