

增持

——首次覆盖

伊利股份 (600887)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2020年08月31日

行业: 食品饮料



分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

基本数据 (2020.8.28)

报告日股价 (元)	40.59
12mth A 股价格区间 (元)	26.40-40.59
总股本 (百万股)	6083.21
无限售 A 股/总股本	96.99%
流通市值 (亿元)	2394.81
每股净资产 (元)	4.20
PBR (X)	9.65

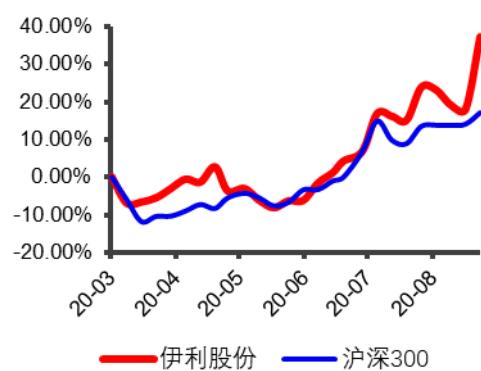
主要股东 (2020H1)

香港中央结算有限公司	11.91%
呼和浩特投资有限责任公司	8.88%
潘刚	4.73%
中国证券金融股份有限公司	3.01%

收入结构 (2020H1)

液体乳	74.9%
奶粉及奶制品	14.0%
冷饮产品	10.3%
其他	0.8%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布2020年中报, 上半年实现营收473.44亿元, 同比增长5.29%, 归属净利润为37.35亿元, 同比下降1.20%, 扣非归属净利润为37.66亿元, 同比增长7.02%。

■ 事项点评

Q2 收入增速强劲反弹, 液奶市占率进一步提升

公司Q2收入268.76亿元, 同比增长22.5%, 我们认为疫情后消费者对乳制品的营养价值需求上升, 叠加Q1大力促销后渠道补库存, 促成Q2收入增速强劲反弹。上半年公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品收入分别为354.44/66.42/48.67亿元, 同比-1.9%/+51.5%/+13.2%, 其中Q2增速分别为16.9%/85.6%/9.1%。Q2液体乳中白奶率先恢复快速增长, 预计金典增长约25%; 安慕希Q2增长约10%; 奶粉及奶制品高速增长, 我们判断主要系奶粉刚需性强, 上半年金领冠实现约20%增长, 及westland并表。上半年, 公司重点产品(金典、安慕希、畅轻、金领冠、巧乐兹等)收入同比增长3.6%, 新品收入占比为15.3%。截止上半年, 公司常温液奶/低温液奶/婴幼儿配方奶粉的市占率分别同比+0.8pct/+0.3pct/-0.2pct, 其中常温酸奶/常温纯牛奶/常温有机液态奶的市占率分别同比+3.2pct/+0.4pct/+4.0pct。

Q2 盈利能力明显提升, 展望全年毛销差或稳中有升

上半年公司毛利率约为38.2%/-0.4pct, 其中Q2毛利率为38.7%/+1.6pct; H1销售费用率为23.9%/-0.8pct, 其中Q2销售费用率为22.8%/-2.4pct。Q1为了处理大日期产品, 公司促销力度较大, 进入Q2, 随着渠道库存趋于合理及终端需求复苏, 公司减轻促销投放, 同时产品结构不断优化推动毛利率稳步提升。Q2公司实现归属净利润9.65亿元/+72.3%, 净利率9.6%/+2.7pct, 盈利能力明显提升。展望下半年, 传统乳制品消费旺季来临和疫情后健康意识提升均有助于推升乳制品消费量, 而中小养殖户退出使得奶牛存栏量不断下降, 原奶供给偏紧局面持续, 下半年原奶价格大概率仍处于上升周期。截止8月19日, 我国主产区生鲜乳平均价为3.74元/公斤, 同比+2.5%、环比+0.8%。2018年以来我国原奶价格已进入上升通道, 伊利通过优化产品结构(提高高毛利的金典、安慕希占比等)进行对冲, 18-19年综合毛利率稳定在37%左右、液体乳毛利率稳定在35%左右, 体现了强大的成本控制能力, 我们认为伊利对上游原奶有较强的掌控力及产品结构持续优化升级, 预计原奶价格上涨对其影响在可控范围。同时, 成本上涨背景下, 行业买赠促销力度或将趋缓, 且伊利近年来费用投放愈发注重提升效率, 叠加规模效应, 预计全年销售费用率或稳中有降。

液奶量价齐升有空间, 非乳业务新品不断

疫情一定程度上促进了牛奶从可选向必选转变, 伊利Q2白奶增速在子品类中最快, 且7月仍保持快速增长势头, 未来在常温白奶领域伊利一方面通过渠道继续下沉挖掘三四线与乡镇市场的消费增量, 另一方面持续优化产品结构(如高端白奶金典推出有机脱脂纯牛奶等新品不断丰富产品矩阵、提升收入占比)来驱动价升; 伊利去年推出三款低温鲜奶产品, 疫情期间低温白奶收入高速增长, 公司将以点带面去扩大低温产品的铺货范围。常温酸奶安慕希绝对优势领先, 近期推出

勺吃酸奶新品，引领品类高端化升级。金领冠去年推出了高端有机奶粉“塞纳牧”、羊奶粉“悠滋小羊”，奶粉种类和价格带进一步完善，疫情期间奶粉业务保持两位数增长，下半年将对基础款、珍护、菁护、睿护等全系列产品进行升级。公司志在打造综合性的健康食品集团，(1) 奶酪事业部：C 端儿童奶酪产品上半年增长接近 6 倍，并推出了“妙芝”口袋芝士成人奶酪棒等新品，B 端正式进军专业乳品领域，向烘焙、饮品和餐饮等客户提供淡奶油、黄油及马苏里拉芝士碎等产品；(2) 健康饮品事业部：“伊然”推出乳矿气泡水，进军气泡水领域，市场反应较好；“植选”推出 6.0g 高蛋白豆乳系列，树立植物奶品类新标杆。未来乳矿饮料、奶酪、包装饮用水等有望成为公司业绩新增长点。

■ 投资建议

我们预计 2020-2022 年公司归属净利润分别为 70.59/83.06/97.64 亿元，对应 EPS 分别为 1.16/1.37/1.61 元/股，对应 PE 分别为 35/30/25 倍（按 2020/8/28 收盘价计算）。公司在新冠疫情这类极端压力测试情景下，Q2 取得收入+23%、净利+72% 的亮眼成绩，证明了公司快速的响应能力和优秀的运营管理能力，液奶市场份额逆势提升。我们看好公司作为行业龙头强者恒强的实力和不断扩大业务版图奠定长期成长性的发展潜力。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示

食品安全风险、原奶价格上涨风险、疫情反复风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	90223.08	98294.08	111863.4	124887.6
年增长率		8.9%	13.8%	11.6%
归属于母公司的净利润	6933.76	7059.05	8305.958	9763.687
年增长率		1.8%	17.7%	17.6%
每股收益 (元)	1.14	1.16	1.37	1.61
PER (X)	35.61	34.98	29.73	25.29

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/8/28 收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	11325	19659	22373	24978
应收和预付款项	3190	3437	3725	3624
存货	7715	8658	9856	10654
其他流动资产	3476	3476	3476	3476
长期股权投资	1961	1961	1961	1961
投资性房地产	533	479	425	371
固定资产和在建工程	24461	26728	27894	27561
无形资产和开发支出	1937	1768	1599	1431
其他非流动资产	5863	4893	4667	4441
资产总计	60461	71060	75977	78497
短期借款	4560	14635	14716	12365
应付和预收款项	23460	22318	24464	26175
长期借款	471	1971	1971	1971
其他负债	5696	3577	3577	3577
负债合计	34187	42500	44728	44087
股本	6096	6096	6096	6096
资本公积	844	-2483	-2483	-2483
留存收益	21534	24785	27453	30588
归属母公司股东权益	26131	28398	31066	34201
少数股东权益	143	161	183	208
股东权益合计	26274	28560	31249	34410
负债和股东权益合计	60461	71060	75977	78497

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	90223	98294	111863	124888
营业成本	56392	61401	69430	76915
营业税金及附加	577	630	717	801
营业费用	21070	22903	26400	29349
管理&研发费用	4780	5406	5929	6619
财务费用	8	228	311	208
资产减值损失	-241	0	0	0
投资收益	545	500	400	300
其他收益	588	500	400	300
营业利润	8280	8726	9876	11596
营业外收支净额	-86	-400	-80	-80
利润总额	8194	8326	9797	11516
所得税	1243	1249	1470	1727
净利润	6951	7077	8327	9789
少数股东损益	17	18	22	25
归属母公司股东净利润	6934	7059	8306	9764

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	37.35%	37.53%	37.93%	38.41%
EBIT/销售收入	8.39%	8.70%	9.04%	9.39%
销售净利率	7.29%	7.20%	7.44%	7.84%
ROE	25.03%	24.86%	26.74%	28.55%
资产负债率	55.08%	60.91%	59.89%	57.10%
流动比率	0.80	0.87	0.93	1.02
速动比率	0.42	0.58	0.62	0.69
总资产周转率	1.62	1.41	1.50	1.62
应收账款周转率	48.99	50.58	54.52	59.16
存货周转率	7.31	7.09	7.04	7.22

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。