

伊利股份 (600887.SH) 竞争趋缓，费用率改善，业绩弹性大

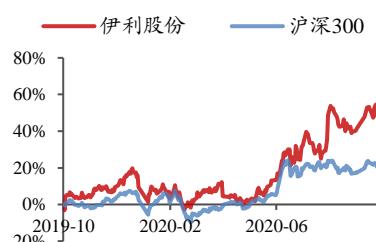
2020年10月30日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/29
当前股价(元)	44.14
一年最高最低(元)	44.54/26.89
总市值(亿元)	2,685.13
流通市值(亿元)	2,617.61
总股本(亿股)	60.83
流通股本(亿股)	59.30
近3个月换手率(%)	58.55

股价走势图



相关研究报告

- 《公司信息更新报告-业绩表现靓丽，竞争趋缓，弹性可期》-2020.8.28
- 《公司信息更新报告-疫情影响业绩承压，长期仍具配置价值》-2020.4.29
- 《公司首次覆盖报告-护城河稳固，平台化发展未来可期》-2020.4.27

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

叶松霖（联系人）

yesonglin@kysec.cn

证书编号: S0790120030038

● 业绩符合预期，维持“买入”评级

伊利股份公布2020年三季报，2020Q3实现营收262.4亿元，同比增11.2%；净利22.9亿，同比增23.7%。集中度提升趋势不变，公司强化自身渠道推力及产品竞争力，份额仍可扩张。由于销售费用率下降，我们上调盈利预测，预计2020-2022年公司归母净利分别为74.6亿、82.3亿、93.4亿元，EPS分别1.23(+0.06)、1.35、1.53元，当前股价对应PE分别为36、33、29倍，维持“买入”投资评级。

● 常温酸奶增速放缓，白奶增速较快

2020Q3液态奶、奶粉、冷饮业务分别增9.6%、18.7%、1.2%。分品类来看：(1)2020Q2经销商补库，2020Q3补库影响减弱，常温酸奶增速放缓，安慕希实现正增长；(2)中秋国庆双节叠加、消费者对乳制品提升免疫力的认知度提升，白奶需求旺盛，部分区域出现断货现象，金典双位数增长；(3)Westland并表贡献奶粉收入；(4)低温乳制品增速基本持平。预计全年收入增速可达8%。

● 净利率提升主因销售费用率下降

2020Q3净利率增0.9pct至8.7%。毛利率降1.2pct至34.9%主因：(1)2020Q3原奶供需偏紧，原奶成本增6-7%；(2)Westland前期生产效率较低。销售费用率同比降1.4pct至20.4%，主因：(1)规模效应持续体现；(2)公司控制费用投入，费用投放效率提升。展望全年，公司可通过产品结构升级、放缓促销投入缓解成本上行压力；规模效应体现下费用率或下降，预计2020年净利增速约7.6%。

● 原奶供需偏紧，公司积极布局上游奶源

我国奶牛存栏量持续下滑，而乳制品需求持续增加，上游原奶供需偏紧。伊利股份积极布局上游奶源，拟要约收购中地乳业，可进一步提升对上游奶源的掌控力、保障原奶供应、平滑原奶上行压力。展望未来，随着原奶供需偏紧，行业竞争趋缓，公司毛销差或可持续提升，业绩弹性大，大概率可完成全年股权激励目标。

● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期风险、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	78,976	90,009	97,521	106,705	116,611
YOY(%)	16.9	14.0	8.3	9.4	9.3
归母净利润(百万元)	6,440	6,934	7,459	8,230	9,336
YOY(%)	7.3	7.7	7.6	10.3	13.4
毛利率(%)	37.8	37.3	37.3	37.8	38.3
净利率(%)	8.2	7.7	7.6	7.7	8.0
ROE(%)	23.0	26.5	25.9	25.7	25.6
EPS(摊薄/元)	1.06	1.14	1.23	1.35	1.53
P/E(倍)	41.7	38.7	36.0	32.6	28.8
P/B(倍)	9.6	10.3	9.4	8.4	7.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	24455	25706	24726	33439	34518	营业收入	78976	90009	97521	106705	116611
现金	11051	11325	11221	17217	19030	营业成本	49106	56392	61159	66362	71962
应收票据及应收账款	1282	1837	1542	2155	1886	营业税金及附加	531	577	640	692	761
其他应收款	155	195	184	230	222	营业费用	19773	21070	22147	25396	27917
预付账款	1460	1157	1678	1424	1966	管理费用	2980	4285	5169	5389	5831
存货	5507	7715	6625	8935	7938	研发费用	427	495	532	584	637
其他流动资产	5001	3476	3476	3476	3476	财务费用	-60	8	75	-96	-183
非流动资产	23151	34755	35047	35425	35701	资产减值损失	76	-241	-262	-286	-313
长期投资	1909	1961	2191	2439	2678	其他收益	747	588	667	627	647
固定资产	14688	18296	19360	20233	20811	公允价值变动收益	0	78	39	59	49
无形资产	639	1409	1459	1520	1592	投资净收益	261	545	403	474	438
其他非流动资产	5914	13090	12036	11234	10620	资产处置收益	-38	-25	-13	-16	-23
资产总计	47606	60461	59773	68864	70219	营业利润	7691	8280	9157	9809	11111
流动负债	19171	31432	28606	34785	32120	营业外收入	35	30	32	31	32
短期借款	1523	4560	4560	4560	4560	营业外支出	148	116	400	132	132
应付票据及应付账款	9116	10801	10799	12639	12777	利润总额	7578	8194	8790	9708	11011
其他流动负债	8532	16071	13247	17587	14783	所得税	1126	1243	1320	1465	1658
非流动负债	398	2755	2361	1968	1574	净利润	6452	6951	7470	8242	9353
长期借款	0	1971	1578	1185	790	少数股东损益	12	17	11	13	17
其他非流动负债	398	784	784	784	784	归母净利润	6440	6934	7459	8230	9336
负债合计	19569	34187	30967	36754	33694	EBITDA	8947	10219	10834	11951	13437
少数股东权益	122	143	154	167	184	EPS(元)	1.06	1.14	1.23	1.35	1.53
股本	6078	6096	6096	6096	6096						
资本公积	2841	844	844	844	844	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	18718	21534	23916	26464	29399	成长能力					
归属母公司股东权益	27916	26131	28652	31944	36341	营业收入(%)	16.9	14.0	8.3	9.4	9.3
负债和股东权益	47606	60461	59773	68864	70219	营业利润(%)	8.1	7.7	10.6	7.1	13.3
						归属于母公司净利润(%)	7.3	7.7	7.6	10.3	13.4
						获利能力					
						毛利率(%)	37.8	37.3	37.3	37.8	38.3
						净利率(%)	8.2	7.7	7.6	7.7	8.0
						ROE(%)	23.0	26.5	25.9	25.7	25.6
						ROIC(%)	21.0	21.1	21.1	21.3	21.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	41.1	56.5	51.8	53.4	48.0
						净负债比率(%)	-32.8	-16.0	-15.3	-33.6	-35.6
						流动比率	1.3	0.8	0.9	1.0	1.1
						速动比率	0.7	0.4	0.5	0.6	0.7
						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
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.06	1.14	1.23	1.35	1.53
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	1.39	1.17	2.21	1.55
						每股净资产(最新摊薄)	4.59	4.30	4.71	5.25	5.97
						估值比率					
						P/E	41.7	38.7	36.0	32.6	28.8
						P/B	9.6	10.3	9.4	8.4	7.4
						EV/EBITDA	29.1	25.9	24.4	21.6	19.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn