

增长回归稳健，战略布局长远 买入（维持）

2020 年 10 月 30 日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.73
一年最低/最高价	26.18/44.54
市净率(倍)	8.51
流通 A 股市值(百万元)	235608.32

基础数据

每股净资产(元)	4.67
资产负债率(%)	62.59
总股本(百万股)	6083.21
流通 A 股(百万股)	5930.24

相关研究

- 1、《伊利股份 (600887): 环比大幅改善，业绩超预期》2020-08-30
- 2、《伊利股份 (600887): 疫情下积极迎战，吹尽狂沙始到金》2020-04-30
- 3、《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

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)	34.86	33.40	29.28	26.17

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 737.7 亿元 (+7.42%)，归母净利 60.24 亿元 (+6.99%)，扣非净利 58.07 亿元 (+10.32%)。20Q3 实现营收 262.42 亿元 (+11.17%)，归母净利 22.89 亿元 (+23.73%)，扣非净利 20.42 亿元 (+16.98%)。

投资要点

- 增长回归稳健。**20Q1-Q3 公司实现营收 737.7 亿元 (+7.42%)，其中 20Q3 为 262.42 亿元 (+11.17%)。1) 分产品看，20Q3 液体乳实现收入 218.5 亿元 (+10%)，奶粉及奶制品实现收入 27.3 亿元 (+19%)，冷饮实现收入 11.7 亿元 (+1%)。拆分单品看，基础白奶实现高增长，金典 Q1-3 保持 15% 增长，预计 Q3 环比提速，金典有机奶在细分年市场份额第一；安慕希虽然 Q3 增速有所下降，但份额提升 4pct，表现优于行业整体；金领冠因配方升级推迟，销售节奏有所放缓。2) 分地区看，20Q3 华北/华南/其他地区营收同比 +15/8/9%，经销商分别同比 +80/69/289 家，期末经销商合计 12716 家。尼尔森数据显示，截至前三季度伊利常/低温液态奶市占率分别同比上升 0.8/0.2pct 至 25.2%/38.8%。3) 分渠道看，20Q3 经销商/直营渠道分别实现收入 249/8.8 亿元，同比 +1/-20%，其中疫情期间商超渠道占比较高的直营体系受益。
- 原奶成本上涨有所影响，促销力度减弱。**20Q1-Q3 毛利率 36.94%(-0.75pct)，其中 20Q3 毛利率 34.72%(-1.27pct)，因 Q3 毛利率同比下滑主要是 1) 20H1 奶价相对平稳，而 Q3 因消费者健康意识提升需求旺盛，Q3 原奶价格约为 4.5 元/kg；2) 产品结构变化，刚需性的基础白奶动销优于安慕希、乳饮等高附加值产品。20Q1-3 销售费用率 22.61%(-1.05pct)，其中 Q3 为 20.44%(-1.38pct)，因竞争格局优化+成本上涨行业价格战意愿降低。展望 20Q4 预计原奶价格仍将保持中高个位数增长，全年原奶增速约 3-5%；但原奶成本上涨将加速中小乳企退出，降低头部乳企价格战意愿，促进行业格局优化。20Q3 管理费用率(含研发) 5.2%(+0.16pct)，其中包含股权激励费用约 1.5 亿元。综上 20Q1-3 实现归母净利 60.24 亿元 (+6.99%)，其中 Q3 归母净利 22.89 亿元 (+23.73%)。
- 盈利预测与投资评级：**看好布局大健康，蓄力后千亿时代。产品：试水新品增加 SKU，20 年公司多事业部推出 QQ 星儿童成长配方奶粉、伊然乳矿气泡水、植选无糖豆乳、妙芝口袋芝士成人奶酪棒等新品，蓄力长期增长。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。我们认为公司通过上游原奶控制+终端渠道强管控+多元化产品做储备，将坚定向 2025 年全球乳业前三的目标迈进。预计 20-22 年公司收入分别同比 +8.6/9.7/10.3%，归母净利同比 +4.4/14.1/11.9%；当前股价对应 PE 为 33/29/26X，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					
其他非流动负债	784	784	784	784	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	34187	33445	35975	36188	每股收益(元)	1.14	1.19	1.36	1.52
少数股东权益	143	157	173	190	每股净资产(元)	4.30	4.67	5.33	6.12
归属母公司股东权益	26131	28416	32396	37204	发行在外股份(百万股)	6096	6083	6083	6083
负债和股东权益	60461	62018	68544	73582	ROIC(%)	21.1%	20.5%	21.0%	20.9%
					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	34.86	33.40	29.28	26.17
资本开支	9243	116	190	278	P/B	9.25	8.51	7.46	6.50
营运资本变动	-761	280	518	768	EV/EBITDA	23.22	22.28	19.35	17.00

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、意见及推测不一致的报告。

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>