



2020-11-02

公司点评报告

买入/维持

伊利股份(600887)

目标价: 50.00

昨收盘: 39.73

日常消费 食品、饮料与烟草

伊利股份三季报：白奶强劲、促销趋缓、净利润略超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|-----------------|
| 总股本/流通(百万股) | 6,083/5,930 |
| 总市值/流通(百万元) | 241,686/235,608 |
| 12个月最高/最低(元) | 44.14/27.25 |

相关研究报告：

伊利股份(600887)《伊利股份中报：收入略超预期，净利润大超预期》
--2020/08/27

伊利股份(600887)《伊利股份最新动态点评：销售趋势向好，全年预期改善》
--2020/06/21

伊利股份(600887)《伊利股份：疫情影响减弱，市场加速恢复，明年业绩弹性大》
--2020/04/29

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

事件：公司前三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为737.70、60.24、58.07亿元，同比增长7.42%、6.99%、10.32%。单三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为262.42、22.89、20.42亿元，同比增长11.17%、23.73%、16.98%。前三季度销售毛利率36.94%、-0.75pct；销售净利率8.22%、同比持平。单三季度销售毛利率34.72%、-1.29pct；销售净利率8.74%、+0.88pct。

一、收入增长常态化回归，液体乳受低温酸奶和乳饮料拖累

单三季度收入增长11.17%回归常态，其中主营业务增长10.24%左右，对应液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品分别增长9.61%/18.74%/1.16%。液体乳增速放缓，其中白奶需求保持强劲，带动常温液态奶较快增长，但受低温酸奶以及乳饮料消费场景缺失、增速不及预期影响，液体乳整体增速低于预期。奶粉并表的影响减弱（去年8月西部乳业并表），剔除报表影响，存量增速相比上半年也略微放缓，但仍实现不错增长，预计随着金领冠全面配方升级的推进，有望提速增长。冷饮增速继续回落，单三季度表现一般。综合前三季度来看，公司常温品类市占率38.8%、+0.8pct；低温品类市占率15.2%、+0.2pct，份额继续提升。

单三季度分渠道看，经销/直营分别增长9.92%/20.20%；随着数字化系统的搭建以及线上线下融合一体化的提升，新渠道包括电商和社区团购增长较快，带动直营占比提升。单三季度分地区看，华北/华南/其他地区分别增长15.27%/8.05%/8.67%；判断主要是疫情后白奶品类需求更好以及北方地区产品结构更优导致的。报告期末经销商数量为12716家，整体保持稳定。

二、成本上涨、促销趋缓，毛销差同比改善，净利润略超预期

单三季度主营业务销售毛利率35%左右，同比下降1.06pct，原奶价格上涨对成本端造成压力，尽管产品结构优化形成一些对冲，但毛利率同比仍有下降。费用端因为白奶需求强劲，旺季纯牛奶存在缺货现象，促销趋缓，单三季度销售费用率20.44%，同比下降1.37pct。因此，单三季度毛销差同比改善。单三季度摊销1.5亿元左右股权激励费用，对应管理费用率4.73%，同比上升0.24pct。

毛利率下降的预期相对充分，促销趋缓和费效比改善使得净利润同比更快增长，净利率同比提升 0.88pct 至 8.74%。单三季度扣非扣费后归母净利润同比增长 24.51%，略超预期。

三、应收预收情况稳定，销售收现正常，报表整体健康

三季度末应收账款+应收票据 23.48 亿元，同比增加 5.53 亿元、环比减少 3.74 亿元；预收款+合同负债 36.34 亿元，同比增加 1.93 亿元、环比增加 4.44 亿元。应收、预收栏目总体稳定。单三季度销售收现 296.59 亿元，增长 11.88%，好于主营收入增速。经营活动现金流净额 41.93 亿元，同比增加 17.55 亿元。资产负债表和现金流量表健康。

盈利预测与评级：

行业整体偏弱、需求逐步恢复的背景下，伊利作为龙头公司取得快于行业的恢复速度和增长，实属不易。特别单三季度在白奶相对紧缺、前值基数较大的情况下，仍实现两位数增长非常亮眼。尽管受低温酸和饮料类产品拖累，报表收入增长略低于市场预期，但从品类趋势、渠道变化、费用趋缓等方面来看，公司基本面在强化提升。单四季度费用压力较小，明年一季度迎来收入及增速高峰，业绩弹性可期。

疫情对白奶品类的需求提振具有长期、深远影响。目前，伊利的常温品类持续进行渠道下沉，低温酸奶和乳饮料的消费场景也在逐步恢复，奶粉及其他品类也在发展壮大，未来 2-3 年整体收入继续保持高增长，份额持续提升，盈利能力和毛销差有望进一步改善。结合三季报调整未来盈利预测，测算 2020-2022 年收入增速分别为 8%、12.5%、11%；利润增速分别为 8.5%、15%、15%；对应 EPS 分别为 1.24、1.42、1.64。考虑未来几个季度的业绩弹性较大以及龙头估值溢价，维持目标价 50.00 元，对应 2021 年业绩约 35 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：原奶价格波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 90223.08 | 97440.93 | 109621.04 | 121679.36 |
| 净利润(百万元) | 6933.76 | 7523.13 | 8651.60 | 9949.34 |
| 摊薄每股收益(元) | 1.14 | 1.24 | 1.42 | 1.64 |

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafll@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。