

强烈推荐-A (维持)

伊利股份 600887.SH

目标估值: 45 元
当前股价: 36.9 元
2020 年 08 月 27 日

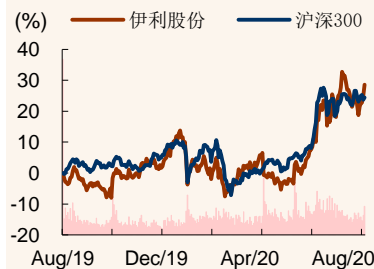
业绩大超预期, 全力追赶目标

基础数据

上证综指	3350
总股本 (万股)	608321
已上市流通股 (万股)	590000
总市值 (亿元)	2245
流通市值 (亿元)	2177
每股净资产 (MRQ)	4.2
ROE (TTM)	26.9
资产负债率	62.4%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	11.87%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	24	29
相对表现	-4	8	4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《伊利股份 (600887) —动销加快恢复, 修复空间放大》2020-06-07
- 2、《伊利股份 (600887) —风险集中释放, 份额仍在提升》2020-04-30
- 3、《伊利股份 (600887) —近期恢复良好, 踏入良性轨道》2020-04-07

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

于佳琦

yujiaqi@cmschina.com.cn
S1090518090005

伊利 Q2 轻装上阵, 受益需求提振, 竞争缓和, 实现收入/扣非业绩分别增长 22%/79%, 业绩大幅超市场预期, 同时常温酸奶、有机奶等高端产品市占率大幅提升, 疫情再次印证公司竞争优势。H2 展望下, 需求持续恢复, 竞争改善, 公司将全力追赶全年目标。我们 6/7 深度报告《伊利股份: 动销加快恢复, 修复空间放大》, 前瞻推荐, 引领一轮估值修复, 预计中报业绩超预期之下, 修复空间继续放大。我们略调整 20-21 年 EPS 为 1.15、1.37 (前次 0.99、1.32), 上调目标价至 45 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

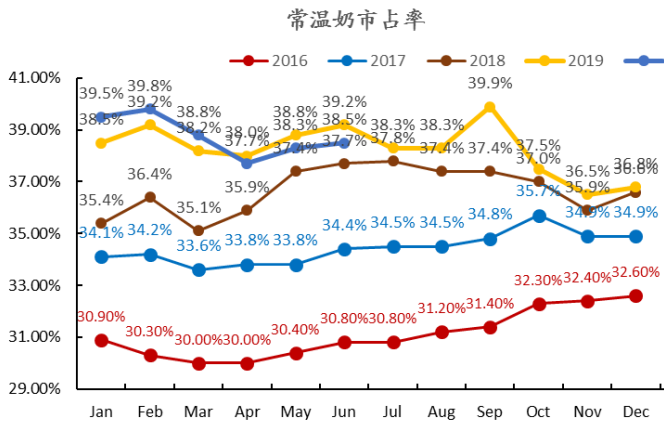
- **伊利 Q2 收入/扣非业绩分别增长 22%/79%, 业绩大超市场预期。** 伊利股份 H1 实现收入 475.28 亿元, 同比增长 5.45%, 实现归母净利润 37.35 亿元, 同比下滑 1.2%, 实现扣非后归母净利润 37.66 亿元, 同比增长 7.02%。单 Q2 实现收入 268.76 亿, 同比增长 22.5%, 归母净利润实现 25.92 亿, 同比增长 72%, 扣非后净利润实现 23.97 亿, 同比增长 79% (剔除 2 亿股股权激励摊销影响, 单 Q2 增长超过 90%)。销售回款 284.76 亿, 同比增长 16.27%, 由于购买商品、员工支出现金较少, 经营现金流大幅增加 164%。
- **Q2 液态奶快速恢复, 常温酸、有机产品市占率迅速提升, 奶粉保持高增。** 拆分量价来看, 根据公司调研, 上半年量增贡献 5%、价格贡献 -2%、结构贡献 2%。分品类来看, H1 液态奶下滑 2% (其中 Q2 增长 17%), 奶粉奶制品增长 52% (其中 Q2 奶粉奶制品增长 86%); H1 海外奶粉并表收入预计超过 10 亿, 同时还有奶酪产品贡献 2-3 亿收入, 剔除后我们计算奶粉项目增长 10% 左右、冷饮增长 13% (其中 Q2 增长 9%), 其他产品实现 1.3 亿收入 (主要是饮料产品)。重点单品表现来看, 金典、安慕希分别增长 10%、-5%, 疫情背景下, 行业专家呼吁饮奶提升免疫力, 带动高端白奶较快成长。H1 常温酸奶、常温纯牛奶、常温有机产品分别提升 3.2%、0.4%、4.0%, 低温市占率提升 0.3%, 婴幼儿配方奶粉下降 0.2%。
- **轻装上阵, 竞争缓和, 毛销差大幅走强带动业绩超预期。** 疫情影响下, 公司 Q1 进行库存清理拖累业绩, 但是也使得 Q2 轻装上阵, 新鲜度保持较高状态, Q2 促销同比降低, 毛利率提升 1.5% 至 38.9%。同时由于伊利蒙牛 Q1 库存处理、捐赠支出较多, 5 月后主动投放均大幅收缩, 营业费用率降低 2.5%。股权激励费用单 Q2 计提 2 亿, 管理费用单季度增加 2.3 亿, 但收入快速增长前提下, 管理费用率保持不变。由于促销费用降低、竞争减缓, Q2 净利率提升 2.8%, 带动业绩大幅超过市场预期。
- **H2 展望: 需求持续恢复, 竞争阶段性减缓, 公司将全力追赶全年目标。** 公司给与全年 970 亿目标, 对应 H2 收入 10%, 我们判断在需求逐步转好的背景下, 有希望逐渐追赶目标。Q2 乳业双雄在较大的外部压力下, 主动竞争有所收窄, 考虑到两家企业均有业绩压力, 我们判断 H2 仍将阶段性保持竞争减缓的状态, 公司将全力追赶全年目标。
- **投资建议: 需求恢复竞争缓和, 业绩大超预期, 维持“强烈推荐-A”评级。** 伊利 Q2 轻装上阵, 受益需求提振, 竞争缓和, 业绩大幅超预期, 同时常温酸奶、有机奶等高端产品市占率大幅提升, 疫情再次检验竞争优势, 我们 6 月 7 日深度《伊利股份: 动销加快恢复, 修复空间放大》, 前瞻推荐, 引领一轮估值修复。预计中报后继续提升预期, 修复空间继续放大, 实现业绩估值双击! 我们略调整 20-21 年 EPS 为 1.15、1.37 (前次 0.99、1.32), 上调目标价至 45 元, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 需求回落、成本上涨、竞争加剧、新品推广不及预期**

表 1：伊利股份单季度利润表

单位：百万元	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	19H1	20H1
一、营业总收入	21385	18226	23130	21941	23606	21546	20653	26876	45071	47528
二、营业总成本	19727	16889	20553	20527	21627	20422	19181	24177	41079	43358
其中：营业成本	13648	11179	13858	13761	15075	13697	12848	16427	27620	29275
营业税金及附加	136	101	168	163	118	129	125	165	330	290
营业费用	5164	4439	5566	5536	5149	4819	5203	6115	11102	11318
管理费用	745	919	943	973	1060	1309	915	1203	1916	2119
研发费用	56	288	92	109	132.1	162	84	120	201	203
财务费用	-33	-64	-105	-40	101	52	67	17	-145	84
资产减值损失	10	26	29	25	0.12	-242	-7	-83	0	-91
三、其他经营收益	246	264	161	391	197	436	194	418	553	612
公允价值变动收益	2	-2	27	-11	9	145	153	219	347	372
投资收益	94	17	56	132	96	54	-117	86	15	-31
其他收益	172.48	262	78	269	95.68	261	159	115	188	274
四、营业利润	1904	1601	2739	1805	2175	1560	1666	3116	4544	4782
加：营业外收入	16	3	2	4	7	16	6	7	6	13
减：营业外支出	20	35	13	67	19	17	341	94	80	434
五、利润总额	1899	1569	2728	1742	2164	1559	1332	3030	4471	4361
减：所得税	312	173	448	224	314	257	179	425	672	604
六、净利润	1587	1396	2280	1518	1850	1302	1152	2605	3798	3757
减：少数股东损益	-15	4	5	13	0	-1	9	12	18	22
七、归属母公司所有者	1602	1392	2276	1505	1850	1303	1143	2592	3781	3735
EPS	0.26	0.23	0.38	0.25	0.31	0.21	0.19	0.43	0.62	0.61
主要比率										
毛利率	39.1%	36.2%	38.7%	40.1%	37.3%	36.1%	36.4%	38.9%	38.7%	38.4%
主营税金率	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
营业费率	28.1%	24.1%	24.4%	24.1%	25.2%	21.8%	22.4%	22.8%	24.6%	23.8%
管理费费率	3.2%	3.7%	6.6%	4.5%	4.9%	5.0%	6.1%	4.5%	4.3%	4.5%
营业利润率	8.3%	8.9%	8.8%	11.8%	8.2%	9.2%	7.2%	11.6%	10.1%	10.1%
实际税率	15.3%	16.5%	11.0%	16.4%	12.9%	14.5%	16.5%	14.0%	15.0%	13.9%
净利率	6.7%	7.5%	7.6%	9.8%	6.9%	7.8%	6.0%	9.6%	8.4%	7.9%
YOY										
收入增长率	14.0%	12.7%	16.9%	17.1%	8.7%	10.4%	18.2%	22.5%	12.8%	5.5%
营业利润增长率	-19.9%	2.3%	33.3%	9.5%	7.2%	14.3%	-2.6%	72.6%	8.6%	5.2%
净利润增长率	-17.5%	1.8%	30.9%	8.4%	11.8%	15.5%	-6.4%	72.3%	9.7%	-1.2%

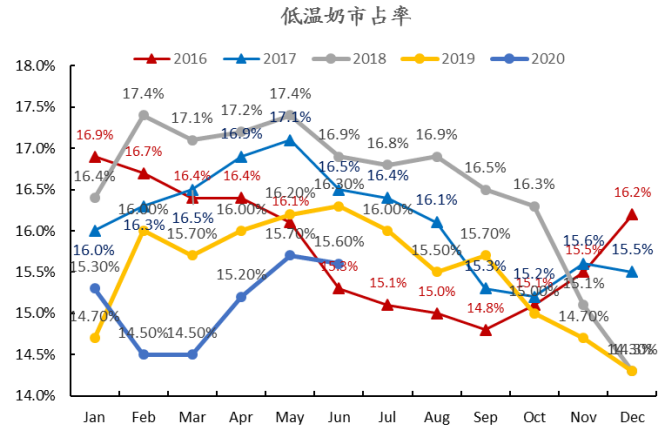
资料来源：公司报表，招商证券

图 1: 伊利常温市占率



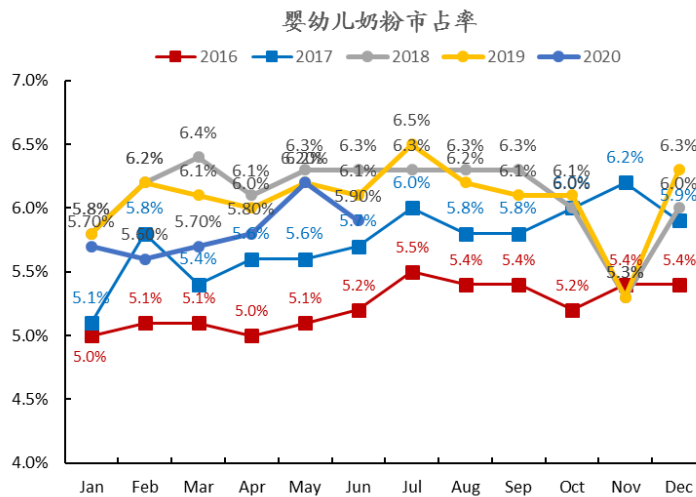
资料来源: 公司公告

图 2: 伊利低温市占率



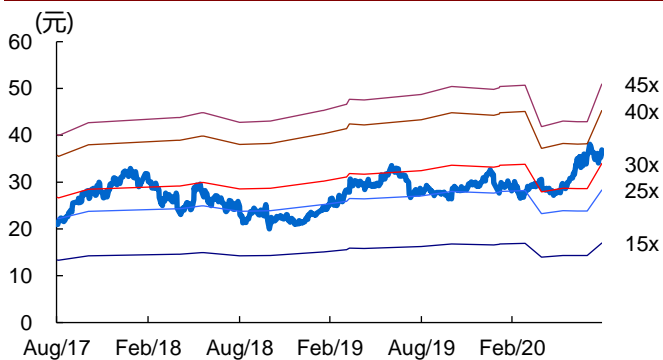
资料来源: 公司公告

图 3 伊利婴幼儿奶粉市占率



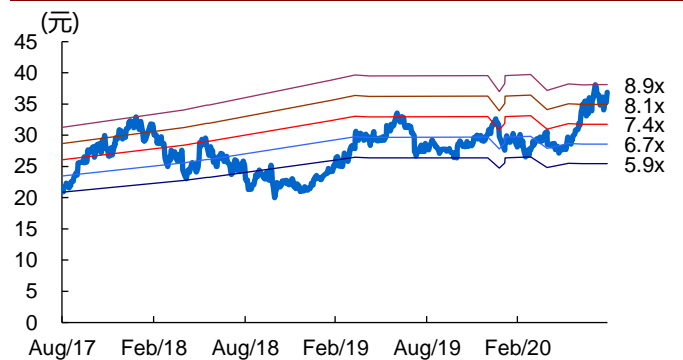
资料来源: 公司公告

图 4: 伊利股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 5: 伊利股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《伊利股份（600887）—动销加快恢复，修复空间放大》2020-06-07
- 2、《伊利股份（600887）—风险集中释放，份额仍在提升》2020-04-30
- 3、《伊利股份（600887）—近期恢复良好，踏入良性轨道》2020-04-07
- 4、《伊利股份（600887）—积极应对疫情，关注布局机会》2020-02-04
- 5、《伊利股份（600887）—还原一个完整的伊利》2019-11-24
- 6、《伊利股份（600887）—利润弹性超预期，千亿目标近眼前》2019-10-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	24455	25706	23869	26823	32694
现金	11051	11325	8258	9931	14482
交易性投资	0	390	390	390	390
应收票据	181	222	239	265	286
应收款项	1101	1616	1724	1909	2062
其它应收款	155	195	210	233	252
存货	5507	7715	8446	9046	9769
其他	6460	4244	4602	5050	5454
非流动资产	23151	34755	37830	40573	43017
长期股权投资	1909	1961	1961	1961	1961
固定资产	14688	18296	21701	24726	27414
无形资产	650	1936	1743	1568	1412
其他	5904	12562	12426	12318	12231
资产总计	47606	60461	61700	67396	75711
流动负债	19171	31432	30574	30008	31868
短期借款	1523	4560	2107	0	0
应付账款	9116	10801	11837	12677	13692
预收账款	4401	6020	6598	7066	7631
其他	4131	10051	10032	10265	10545
长期负债	398	2755	2755	2755	2755
长期借款	0	471	471	471	471
其他	398	2284	2284	2284	2284
负债合计	19569	34187	33329	32763	34623
股本	6078	6096	6096	6096	6096
资本公积金	2744	(2483)	(2483)	(2483)	(2483)
留存收益	19094	22518	24597	30839	37273
少数股东权益	122	143	160	181	203
归属于母公司所有者权益	27916	26131	28210	34452	40886
负债及权益合计	47606	60461	61700	67396	75711

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8625	8455	8900	10155	11325
净利润	6440	6934	7017	8347	8938
折旧摊销	1609	1958	2370	2703	3001
财务费用	134	344	8	8	8
投资收益	(261)	(545)	(1186)	(1186)	(1186)
营运资金变动	680	(216)	668	256	537
其它	24	(20)	22	26	27
投资活动现金流	(5374)	(9999)	(4262)	(4262)	(4262)
资本支出	(5091)	(9243)	(5448)	(5448)	(5448)
其他投资	(283)	(756)	1186	1186	1186
筹资活动现金流	(10749)	(1016)	(7705)	(4220)	(2512)
借款变动	(6816)	6969	(2759)	(2107)	0
普通股增加	(0)	18	0	0	0
资本公积增加	180	(5227)	0	0	0
股利分配	(4255)	(4255)	(4938)	(2105)	(2504)
其他	142	1479	(8)	(8)	(8)
现金净增加额	(7498)	(2560)	(3067)	1673	4551

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	79553	90223	97443	107916	116550
营业成本	49106	56392	61802	66187	71482
营业税金及附加	531	577	623	690	745
营业费用	19773	21070	22217	26224	28322
管理费用	2980	4285	4580	5396	5827
财务费用	427	495	535	592	640
资产减值损失	(60)	8	8	8	8
公允价值变动收益	(76)	(302)	0	0	0
投资收益	222	520	520	520	520
营业利润	7691	8280	8864	10005	10712
营业外收入	35	30	30	30	30
营业外支出	148	116	600	150	150
利润总额	7578	8194	8294	9885	10591
所得税	1126	1243	1260	1517	1632
净利润	6452	6951	7034	8368	8960
少数股东损益	12	17	17	20	22
归属于母公司净利润	6440	6934	7017	8347	8938
EPS (元)	1.06	1.14	1.15	1.37	1.47

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	17%	13%	8%	11%	8%
营业利润	7%	8%	7%	13%	7%
净利润	6%	8%	1%	19%	7%
获利能力					
毛利率	38.3%	37.5%	36.6%	38.7%	38.7%
净利率	8.1%	7.7%	7.2%	7.7%	7.7%
ROE	23.1%	26.5%	24.9%	24.2%	21.9%
ROIC	21.8%	22.0%	24.0%	23.9%	21.6%
偿债能力					
资产负债率	41.1%	56.5%	54.0%	48.6%	45.7%
净负债比率	3.3%	8.8%	4.2%	0.7%	0.6%
流动比率	1.3	0.8	0.8	0.9	1.0
速动比率	1.0	0.6	0.5	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	1.7	1.5	1.6	1.6	1.5
存货周转率	9.7	8.5	7.6	7.6	7.6
应收帐款周转率	71.3	57.8	51.3	52.2	51.5
应付帐款周转率	5.9	5.7	5.5	5.4	5.4
每股资料 (元)					
每股收益	1.06	1.14	1.15	1.37	1.47
每股经营现金	1.42	1.39	1.46	1.67	1.86
每股净资产	4.59	4.29	4.63	5.65	6.71
每股股利	0.70	0.81	0.35	0.41	0.44
估值比率					
PE	33.8	31.5	31.1	26.2	24.4
PB	7.8	8.4	7.7	6.3	5.3
EV/EBITDA	26.4	24.0	21.7	19.1	17.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，8 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，3 年食品饮料研究经验。

李泽明：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，3 年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名，2019 年新财富最佳分析师第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5% 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。