

伊利股份 (600887.SH)

白奶增长韧性强，有望推动公司收入持续稳健增长

核心观点:

- **Q3 收入增速低于预期，主要源于安慕希和奶粉增速放缓。**公司 Q3 收入/归母净利润/扣非归母净利润同比增长 11.17%/23.73%/16.98%，收入略低于预期，利润符合预期。Q3 常温奶/奶粉收入同比增长 10%左右/19%。常温奶增速低于预期主要源于安慕希增速放缓（疫情环境下酸奶类产品受白奶冲击较大）。白奶增长韧性强，在买赠促销力度减少情况下预计 Q3 金典/基础白奶同比增长双位数。剔除 westland 并表，Q3 奶粉收入增速放缓，主要源于以下两方面：（1）渠道去库存；（2）奶粉推新品拉动产品结构升级，短暂影响销售。公司 Q3 净利率同比提升 0.88pct，主要源于利息收入和投资收益增加。公司 Q3 毛销差同比提升 0.10pct。Q3 毛利率同比下降 1.27pct，在买赠促销力度同比下降的情况下出现下滑主要源于以下两方面：（1）安慕希和奶粉增速放缓，产品结构升级节奏放缓；（2）Q3 原奶收购价明显提升。
- 公司年报披露 2020 年收入目标 970 亿元，股权激励目标报表归母净利润 69 亿元，我们认为有望超额达成。公司渠道优势稳固，且白奶增长韧性强，我们预计未来 3 年业绩有望持续稳定增长。收入端：（1）持续推动口味扩张和品类内产品结构升级；（2）重视母婴渠道建设，推动奶粉业务维持高增长，有望打造成新的收入增长点。利润端：预计明年原奶收购价格同比小幅上涨，但公司产品结构有望持续升级，且双寡头竞争进一步恶化概率较小，叠加规模效应下费用率下降，我们预计公司盈利能力有望稳步提升。
- **盈利预测：**预计 20-22 年收入同增 9.0%/13.3%/11.9%；归母净利润同增 7.1%/15.7%/15.4%；对应 PE 估值 33/28/24 倍。历史 PE 中枢 25-35 倍，给予其 21 年 35 倍估值，合理价值 49.5 元/股，维持买入评级。
- **风险提示：**品类扩张不及预期；渠道扩张不及预期。

盈利预测:

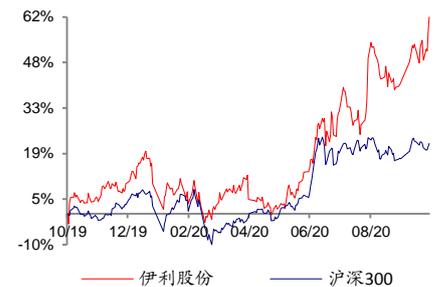
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	79,553	90,223	98,382	111,431	124,658
增长率 (%)	16.9	13.4	9.0	13.3	11.9
EBITDA (百万元)	8,346	9,363	10,354	13,077	15,803
归母净利润 (百万元)	6,440	6,934	7,426	8,592	9,918
增长率 (%)	7.3	7.7	7.1	15.7	15.4
EPS (元/股)	1.06	1.14	1.22	1.41	1.63
市盈率 (P/E)	21.60	27.20	32.55	28.13	24.37
ROE (%)	23.1	26.5	26.1	28.1	34.8
EV/EBITDA	15.53	19.67	24.23	19.43	16.53

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

公司评级	买入
当前价格	39.73 元
合理价值	49.5 元
前次评级	买入
报告日期	2020-11-01

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

刘景瑜



SAC 执证号: S0260519100001



021-38003630



gflujingyu@gf.com.cn

请注意，刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

伊利股份 (600887.SH): 产品 2020-08-28

结构优化叠加广告投放力度

减小，Q2 业绩超预期

伊利股份 (600887.SH): 疫情 2020-04-29

不改公司核心竞争优势，21

年激励目标有望达成

伊利股份 (600887.SH): 公司 2019-10-31

三季度净利润超预期，常温奶

业务稳定增长

公司公告前三季度收入737.70亿元，同比增长7.42%；归母净利润60.24亿元，同比增长6.99%。公司收入略低于预期，利润符合预期，点评如下：

一、Q3 收入增速低于预期，主要源于安慕希和奶粉增速放缓

公司前三季度收入737.70亿元，同比增长7.42%；Q3收入262.42亿元，同比增长11.17%，略低于预期。Q3常温奶/奶粉业务收入同比增长10%左右/19%。常温奶增速低于预期，主要源于安慕希增速放缓（疫情环境下酸奶类产品受白奶冲击较大）。白奶增长韧性较强，在买赠促销力度减少情况下预计Q3金典/基础白奶依然实现同比增速双位数。剔除westland并表，Q3奶粉收入增速放缓，主要源于以下两方面：（1）渠道去库存；（2）奶粉推新品拉动产品结构升级，短暂影响销售。

公司前三季度归母净利润60.24亿元，同比增长6.99%；Q3为22.89亿元，同比增长23.73%。前三季度扣非归母净利润58.07亿元，同比增长10.32%；Q3为20.42亿元，同比增长16.98%。公司Q3净利率8.74%，同比提升0.88pct，主要源于利息收入和投资收益增加。公司Q3毛销差（毛利率-销售费用率）14.28%，同比提升0.10pct。Q3毛利率34.72%，同比下降1.27pct，在买赠促销力度同比下降的情况下出现下滑主要源于以下两方面：（1）安慕希和奶粉增速放缓，产品结构升级节奏放缓；（2）Q3原奶收购价明显提升。Q3销售费用率20.44%，同比下降1.37pct，主要受益于规模效应。Q3管理费用率4.73%，同比提升0.24pct；研发费用率/财务费用率0.47%/0.07%，同比下降0.09/0.36pct，其中财务费用率下降主要系子公司应收保理款及小额贷款取得的利息收入增加所致。

二、公司竞争优势稳固，股权激励目标有望达成

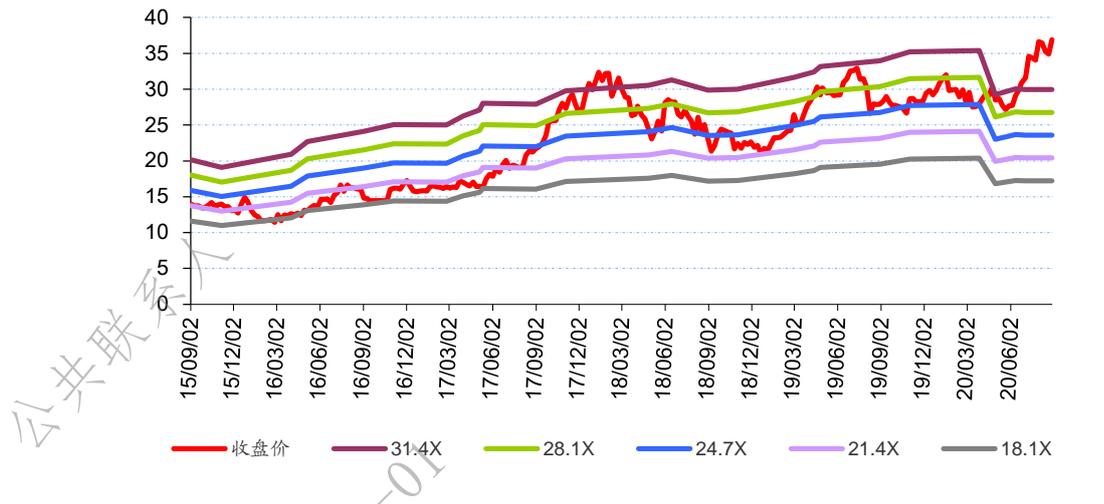
公司年报披露2020年收入目标970亿元，股权激励目标报表归母净利润69亿元，我们认为有望超额达成。公司渠道优势稳固，且白奶增长韧性较强，我们预计未来3年业绩有望持续稳定增长。收入端：（1）持续推动口味扩张和品类内产品结构升级，助力安慕希稳健增长；受益消费者自饮需求提升，金典、基础白奶、舒化奶有望维持高增长；（2）持续推动渠道精耕计划和新零售渠道布局，抢占终端资源，加速抢占常温奶和其他含乳饮料类行业的市场份额，保障常温奶收入稳健增长。（3）重视母婴渠道建设，推动奶粉业务维持高增长，有望打造成新的收入增长点。

利润端：（1）聚焦资源到盈利能力较高的品类（安慕希、金典、基础白奶、舒化奶、优酸乳升级版等），推动产品结构持续优化；（2）受益规模效应，费用率有望同比下降。公司产品结构有望持续升级，且双寡头竞争进一步恶化概率较小，叠加规模效应下费用率下降，我们预计公司盈利能力有望稳步提升。

三、盈利预测

我们预计2020-2022年公司收入983.82/1114.31/1246.58亿元，同比增长9.0%/13.3%/11.9%；归母净利润74.26/85.92/99.18亿元，同比增长7.1%/15.7%/15.4%；对应PE估值33/28/24倍。公司历史PE估值中枢25-35倍，我们给予公司21年35倍估值，合理价值49.5元/股，维持买入评级。

图 1：公司PE估值中枢25-35倍（收盘价：元/股）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、风险提示

品类扩张不及预期；渠道扩张不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	24,455	25,706	16,288	15,754	16,909	经营活动现金流	8,625	8,455	8,804	14,113	16,573
货币资金	11,051	11,325	3,178	1,700	1,800	净利润	6,452	6,951	7,436	8,604	9,931
应收及预付	2,742	2,994	3,089	3,327	3,701	折旧摊销	1,609	1,958	2,423	3,366	4,376
存货	5,507	7,715	6,341	7,019	7,676	营运资金变动	518	-502	-988	1,805	1,772
其他流动资产	5,155	3,671	3,680	3,709	3,732	其它	46	49	-68	339	495
非流动资产	23,151	34,755	49,676	56,878	63,682	投资活动现金流	-5,374	-9,999	-17,009	-10,483	-11,095
长期股权投资	1,909	1,961	1,961	1,961	1,961	资本支出	-5,043	-9,209	-17,459	-10,683	-11,295
固定资产	14,688	18,296	23,217	28,419	33,223	投资变动	-176	-921	0	0	0
在建工程	2,687	6,165	16,165	18,165	20,165	其他	-154	130	450	200	200
无形资产	639	1,409	1,409	1,409	1,409	筹资活动现金流	-10,749	-1,016	58	-5,108	-5,378
其他长期资产	3,228	6,925	6,925	6,925	6,925	银行借款	-6,337	6,633	6,940	1,802	7,187
资产总计	47,606	60,461	65,963	72,631	80,591	股权融资	18	275	-13	0	0
流动负债	19,171	31,432	26,096	30,661	35,690	其他	-4,430	-7,924	-6,869	-6,910	-12,565
短期借款	1,523	4,560	1,500	3,302	5,489	现金净增加额	-7,498	-2,560	-8,147	-1,478	100
应付及预收	13,516	16,821	16,036	18,166	20,375	期初现金余额	20,756	13,565	11,325	3,178	1,700
其他流动负债	4,131	10,051	8,560	9,192	9,826	期末现金余额	13,565	11,067	3,178	1,700	1,800
非流动负债	398	2,755	11,255	11,255	16,255						
长期借款	0	471	10,471	10,471	15,471						
应付债券	0	1,500	0	0	0						
其他非流动负债	398	784	784	784	784						
负债合计	19,569	34,187	37,351	41,915	51,944						
股本	6,078	6,096	6,083	6,083	6,083						
资本公积	2,841	844	844	844	844						
留存收益	18,718	21,534	24,860	26,952	24,870						
归属母公司股东权益	27,916	26,131	28,460	30,552	28,470						
少数股东权益	122	143	153	164	177						
负债和股东权益	47,606	60,461	65,963	72,631	80,591						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	79,553	90,223	98,382	111,431	124,658
营业成本	49,106	56,392	62,551	70,185	77,827
营业税金及附加	531	577	738	836	935
销售费用	19,773	21,070	22,205	25,852	29,295
管理费用	2,980	4,285	4,526	4,290	4,550
研发费用	427	495	433	557	623
财务费用	-60	8	285	410	565
资产减值损失	-76	241	-18	14	15
公允价值变动收益	0	78	0	0	0
投资净收益	261	545	450	200	200
营业利润	7,691	8,280	8,863	10,237	11,798
营业外收支	-113	-86	-115	-115	-115
利润总额	7,578	8,194	8,748	10,122	11,683
所得税	1,126	1,243	1,312	1,518	1,752
净利润	6,452	6,951	7,436	8,604	9,931
少数股东损益	12	17	10	11	13
归属母公司净利润	6,440	6,934	7,426	8,592	9,918
EBITDA	8,346	9,363	10,354	13,077	15,803
EPS (元)	1.06	1.14	1.22	1.41	1.63

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	16.9%	13.4%	9.0%	13.3%	11.9%
营业利润增长	8.1%	7.7%	7.0%	15.5%	15.3%
归母净利润增长	7.3%	7.7%	7.1%	15.7%	15.4%
获利能力					
毛利率	38.3%	37.5%	36.4%	37.0%	37.6%
净利率	8.1%	7.7%	7.6%	7.7%	8.0%
ROE	23.1%	26.5%	26.1%	28.1%	34.8%
ROIC	32.4%	29.3%	18.0%	19.3%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	41.1%	56.5%	56.6%	57.7%	64.5%
净负债比率	3.3%	11.4%	18.7%	19.4%	26.4%
流动比率	1.28	0.82	0.62	0.51	0.47
速动比率	0.91	0.54	0.31	0.22	0.19
营运能力					
总资产周转率	1.64	1.67	1.56	1.61	1.63
应收账款周转率	71.29	57.85	81.11	91.25	91.25
存货周转率	9.68	8.53	9.86	10.00	10.14
每股指标 (元)					
每股收益	1.06	1.14	1.22	1.41	1.63
每股经营现金流	1.42	1.39	1.45	2.32	2.72
每股净资产	4.59	4.29	4.68	5.02	4.68
估值比率					
P/E	21.60	27.20	32.55	28.13	24.37
P/B	4.98	7.22	8.49	7.91	8.49
EV/EBITDA	15.53	19.67	24.23	19.43	16.53

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 王文丹：联席首席分析师，管理学硕士，6年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：高级分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：伦敦国王学院硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。