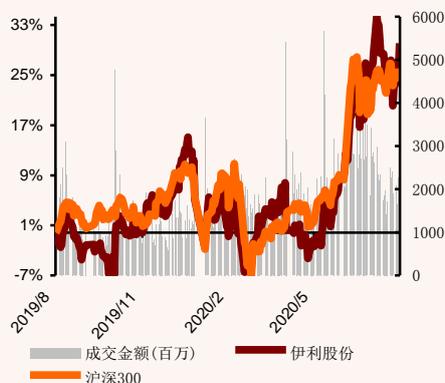


方正证券研究所证券研究报告

首席分析师: 薛玉虎
 执业证书编号: S1220514070004
 E-mail: xueyuhu@foundersec.com

分析师: 刘洁铭
 执业证书编号: S1220515070003
 E-mail: liujieming@foundersec.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《行业增速转正，常温乳制品需求回暖超预期》2020.06.22
 《疫情一次性冲击明显，终端需求已逐步恢复》2020.04.29
 《控费减促利润超预期，原奶价格上涨或带来竞争缓和》2019.10.31

请务必阅读最后特别声明与免责条款

伊利股份(600887)

公司研究

食品饮料行业

公司财报点评

2020.08.27/强烈推荐(维持)

事件: 公司发布 2020 年半年报，上半年实现营业收入 473.44 亿元，同比增长 5.3%，净利润 37.35 亿元，同比下降 1.2%。扣除股权激励费用影响，上半年净利润同比增长 5.9%。净利润率 7.89%，同比下降 0.52 个百分点。EPS 0.61 元。

核心观点

1、乳制品消费二季度强劲复苏，业绩大幅超市场预期: 公司 Q2 实现营业收入 268 亿元，同比增长 22.4%，净利润 25.92 亿元，同比增长 72.3%；净利润率 9.67%，同比上升 2.8 个百分点，大幅超市场预期。二季度乳制品行业需求呈现 V 型反转态势，疫情后消费者更关注营养均衡和免疫力提升，牛奶成为推荐的日常消费品，成长可持续性较强，三季度上游原奶开始出现供给紧张。公司在疫情后反应迅速，4 月基本完成货品新鲜度调整，比往年更早调整完毕，二季度轻装上阵，费用投放比例减少。常温奶行业整体向好。

2、白奶需求提升可持续性较强，常温低温市场份额双提升，加大低温、康饮等产品布局: 分产品看，上半年液体乳、奶粉、冷饮分别实现收入 354.44 亿元、66.42 亿元、48.67 亿元，同比为 -1.93%、+51.51%、+13.19%；其中 Q2 单季度收入分别为 200.86 亿元、34.01 亿元、30.55 亿元，同比为 +16.89%、+85.64%、+9.11%。液态奶中，基础白奶+高端白奶需求增长超预期，三四线等下沉市场对于日常饮用乳制品的需求提升，公司密集的渠道下沉网络也助力提升市场份额。尼尔森零研数据显示，公司常温液态奶业务的市场零售额份额比上年同期提高了 0.8 个百分点，其中，常温酸奶、常温纯牛奶、常温有机液态奶的市场零售额份额比上年同期分别提高了 3.2 个百分点、0.4 个百分点、4.0 个百分点；低温液态奶份额提升 0.3 个百分点；婴幼儿配方奶粉的市场零售额份额比上年同期下降了 0.2 个百分点。低温纯牛奶和奶酪业务发展势头良好，电商业务收入较上年同期增长 49%，“金典”“安慕希”“畅轻”“金领冠”“巧乐兹”等重点产品销售收入比上年同期增长 3.6%。上半年，公司推出了“安慕希”芝士波波球常温酸奶，“金典”低温牛奶，“畅轻”鲜酪乳低温酸奶、“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，上半年新品销售收入占比达到 15.3%。

3、毛利率提升费用率下降，二季度基本追回疫情影响: 由于下游需求的反转，二季度行业价格促销费用普遍减少，公司二季度毛利率同比提升 1.6 个百分点达到 38.7%，销售费用率大幅下降 2.5 个百分点，是利润端超预期的主要原因。公司上半年确认股权激励费用 3.15 亿元，扣除股权激励费用影响，上半年

净利润同比增长 5.9%(假设 15%的所得税率)。上半年整体来看,销售费用率下降 0.8 个百分点,毛利率下降 0.4 个百分点,二季度基本追回了疫情对业绩的影响。二季度经营性净现金流同比大幅增长 164%,表现靓丽。存货环比减少 12 亿元,一季度喷粉的储备明显消化。

4、原奶成本重启上涨趋势,龙头优势更加明显:随着下游乳制品需求的不断增长,上游原奶价格也在快速回升。截止 8 月 19 日,我国生鲜乳主产区平均收购价格 3.74 元/公斤,同比上涨 2.5%,涨幅继续扩大。下半年预计行业竞争趋势将继续放缓。8 月 3 日公司公告认购中地乳业 16.6%股权,公司掌握的原奶资源继续增加。在未来的乳制品行业竞争中,原奶资源会成为越来越重要的战略要素,伊利蒙牛等龙头企业凭借雄厚的资金实力将占领更多奶源,获得更大市场份额。详见我们上半年发布的原奶行业深度报告《原奶供需紧平衡时代来临,产业链联动加强》。

5、盈利预测与估值:我们上调公司 2020-2022 年的 EPS 分别至 1.18 元,1.35 元和 1.51 元,对应的 PE 分别为 31X, 27X 和 24X,在目前食品饮料板块中公司明显估值偏低,维持“强烈推荐”评级。

6、风险提示:1)疫情影响持续时间超预期;2)市场竞争压力较大,费用投入影响利润增长;3)海外疫情升级影响。

盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	90223.08	98893.51	111571.66	122918.50
(+/-) (%)	13.41	9.61	12.82	10.17
净利润	6933.76	7183.35	8200.38	9185.45
(+/-) (%)	7.67	3.60	14.16	12.01
EPS(元)	1.14	1.18	1.35	1.51
P/E	32.37	31.32	27.43	24.49

数据来源:wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	25705.85	30122.71	37464.90	45456.11	营业总收入	90223.08	98893.51	111571.66	122918.50
现金	11325.32	16310.25	22148.09	28992.24	营业成本	56391.71	61613.59	70129.01	77099.83
应收账款	1615.51	1364.57	1578.56	1724.76	营业税金及附加	576.99	641.64	720.43	794.97
其它应收款	194.76	166.59	196.31	213.20	营业费用	21069.66	24179.46	26888.77	29254.60
预付账款	1157.18	1453.34	1582.49	1766.07	管理费用	4284.93	4944.68	5132.30	5900.09
存货	7715.03	6842.39	7895.01	8640.57	财务费用	8.00	0.00	0.00	0.00
其他	3698.05	3985.56	4064.44	4119.26	资产减值损失	-241.44	0.00	0.00	0.00
非流动资产	34755.42	38576.23	43194.33	47066.74	公允价值变动收益	78.16	0.00	0.00	0.00
长期投资	3784.26	4234.48	4716.24	5187.49	投资净收益	544.87	450.21	481.77	471.25
固定资产	24461.26	27719.96	31185.09	34124.38	营业利润	8280.32	8575.50	9777.89	10940.61
无形资产	2614.95	2726.86	3398.06	3859.93	营业外收入	29.84	0.00	0.00	0.00
其他	3894.93	3894.93	3894.93	3894.93	营业外支出	116.05	0.00	0.00	0.00
资产总计	60461.27	68698.94	80659.22	92522.85	利润总额	8194.11	8480.30	9685.69	10847.41
流动负债	31432.27	32467.43	36204.87	38858.10	所得税	1243.38	1277.78	1462.84	1637.01
短期借款	4559.63	4559.63	4559.63	4559.63	净利润	6950.73	7202.52	8222.85	9210.40
应付账款	10501.13	10266.65	11744.14	12890.05	少数股东损益	16.96	19.16	22.47	24.95
其他	16371.52	17641.15	19901.09	21408.42	归属母公司净利润	6933.76	7183.35	8200.38	9185.45
非流动负债	2754.85	2754.85	2754.85	2754.85	EBITDA	9362.58	9787.05	11324.91	12855.73
长期借款	471.12	471.12	471.12	471.12	EPS (元)	1.14	1.18	1.35	1.51
其他	2283.73	2283.73	2283.73	2283.73					
负债合计	34187.13	35222.28	38959.72	41612.95	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	143.11	162.28	184.75	209.69	成长能力				
股本	6096.38	6096.38	6096.38	6096.38	营业收入	0.13	0.10	0.13	0.10
资本公积	844.44	844.44	844.44	844.44	营业利润	0.08	0.04	0.14	0.12
留存收益	21533.81	28717.16	36917.54	46102.99	归属母公司净利润	0.08	0.04	0.14	0.12
归属母公司股东权益	26131.03	33314.38	41514.76	50700.21	获利能力				
负债和股东权益	60461.27	68698.94	80659.22	92522.85	毛利率	0.37	0.38	0.37	0.37
					净利率	0.08	0.07	0.07	0.07
					ROE	0.27	0.22	0.20	0.18
					ROIC	0.35	0.32	0.34	0.35
					偿债能力				
					资产负债率	0.57	0.51	0.48	0.45
					净负债比率	0.26	0.21	0.17	0.14
					流动比率	0.82	0.93	1.03	1.17
					速动比率	0.57	0.72	0.82	0.95
					营运能力				
					总资产周转率	1.67	1.53	1.49	1.42
					应收账款周转率	66.43	66.37	75.82	74.42
					应付账款周转率	9.33	9.52	10.14	9.98
					每股指标(元)				
					每股收益	1.14	1.18	1.35	1.51
					每股经营现金	1.39	1.76	2.09	2.19
					每股净资产	4.30	5.48	6.82	8.33
					估值比率				
					P/E	32.37	31.32	27.43	24.49
					P/B	8.59	6.74	5.41	4.43
					EV/EBITDA	23.55	-0.96	-1.35	-1.72

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com