

伊利股份 (600887.SH)

提价减促应对成本上行，竞争趋缓估值有望修复

事件：近期渠道调研反馈，公司于12月29日对旗下基础白奶产品进行提价，提价幅度3-5%。

提价减促积极应对成本上行。我们此前已经在年度策略报告中重点提示过关注原奶成本上行下龙头提价预期。根据农业部数据，当前生鲜乳价格已达4.18元/公斤，已经接近14年历史峰值4.27元/公斤。受成本上行压力影响，公司从Q3开始逐步收紧终端促销力度，同时于近期对基础白奶产品进行提价，提价幅度3-5%。同时根据调研反馈，提价产品占常温奶比重约20%，预计销售收入约150亿元左右，按照提价中枢4%测算，则预计增厚收入约0.8%。但从成本端来看，按照农业部数据，行业原奶价格Q4同增约5%，考虑到公司原奶自给率约30%，成本端预计同增3.5-5.6%，则预计本次提价对冲成本上涨对毛利率的影响约1pct。

常温奶动销环比加速，经销商临近旺季备货积极。渠道调研反馈，Q4以来公司常温奶收入增速逐月提速，10月控货消化库存，12月召开经销商订货会有所提速，预计四季度整体维持双位数增长。当前，公司经销商库存预计在半个月左右，其中高端白奶库存12-15天，处于较低水平，终端库存预计40-50天左右。临近春节，经销商对春节旺季需求普遍较为乐观，在上游普遍缺奶的条件下打款备货积极性较强。

复盘上轮原奶价格上行周期，盈利能力有望持续提升。根据历史复盘，奶价温和上涨阶段，行业龙头有望携手减促提价，价格战有望趋缓，龙头盈利能力有望持续释放，业绩弹性凸显。我们认为在本轮原奶价格上行周期，伊利蒙牛提价减促会将持续演绎，利润率有望持续提升。近期，我们也跟踪到蒙牛于12月底开始对旗下白奶产品进行提价，提价幅度约4-5%，蒙牛此次提价也是进一步强化了这一逻辑，我们判断前期压制估值的竞争格局因素有望逐步减弱，乳业龙头有望迎来估值和业绩双升。

投资建议及盈利预测：上调公司2020-2022年归母净利润预测至70.49/89.75/104.53亿元，同比1.7%/27.3%/16.5%，对应EPS分别为1.16/1.48/1.72元，对应PE分别为40/32/28倍。我们认为伊利核心竞争优势未变，成长的路径依旧清晰，前期压制估值的因素正逐步减弱，估值迎来修复，上调目标价至60元，对应2022年35倍PE，维持“买入”评级。

风险提示：原奶成本大幅上行，旺季受疫情影响动销低预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	78,976	90,009	97,660	113,090	127,226
增长率 yoy (%)	16.9	14.0	8.5	15.8	12.5
归母净利润(百万元)	6,440	6,934	7,049	8,975	10,453
增长率 yoy (%)	7.3	7.7	1.7	27.3	16.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.06	1.14	1.16	1.48	1.72
净资产收益率 (%)	23.0	26.5	24.9	27.2	26.8
P/E (倍)	44.7	41.6	40.9	32.1	27.6
P/B (倍)	10.3	11.0	10.2	8.7	7.4

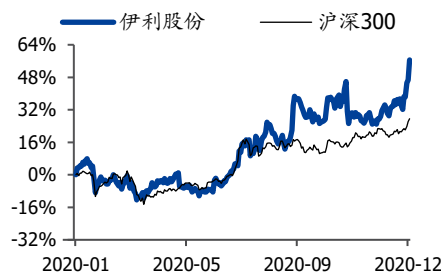
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
最新收盘价	47.36
总市值(百万元)	288,073.11
总股本(百万股)	6,082.62
其中自由流通股(%)	97.49
30日日均成交量(百万股)	42.93

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

相关研究

- 1、《伊利股份(600887.SH)：收入增速略低预期，竞争趋缓持续验证》2020-10-29
- 2、《伊利股份(600887.SH)：Q2业绩超预期，全年目标达成可期》2020-08-28
- 3、《伊利股份(600887.SH)：大象起舞，龙头远航》2020-07-26



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	24455	25706	21845	31864	35484
现金	11051	11325	9219	13987	20200
应收票据及应收账款	1282	1837	1547	2372	2037
其他应收款	155	195	184	255	239
预付账款	1460	1157	1682	1606	2093
存货	5507	7715	5736	10168	7438
其他流动资产	5001	3476	3476	3476	3476
非流动资产	23151	34755	35005	36762	37850
长期投资	1909	1961	2122	2312	2514
固定资产	14688	18296	19388	21513	22842
无形资产	639	1409	1459	1520	1592
其他非流动资产	5914	13090	12036	11417	10902
资产总计	47606	60461	56850	68626	73334
流动负债	19171	31432	26093	33539	32600
短期借款	1523	4560	2000	1000	3000
应付票据及应付账款	9116	10801	10826	13939	13921
其他流动负债	8532	16071	13267	18600	15678
非流动负债	398	2755	2362	1986	1600
长期借款	0	1971	1578	1202	816
其他非流动负债	398	784	784	784	784
负债合计	19569	34187	28454	35525	34199
少数股东权益	122	143	154	167	187
股本	6078	6096	6096	6096	6096
资本公积	2841	844	844	844	844
留存收益	18718	21534	23785	26564	29850
归属母公司股东权益	27916	26131	28242	32934	38948
负债和股东权益	47606	60461	56850	68626	73334

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8625	8455	7870	14342	12505
净利润	6452	6951	7059	8989	10472
折旧摊销	1609	1958	2049	2412	2830
财务费用	-60	8	230	94	-53
投资损失	-261	-545	-335	-319	-365
营运资金变动	518	-761	-1114	3191	-349
其他经营现金流	367	845	-20	-24	-31
投资活动现金流	-5374	-9999	-1944	-3826	-3522
资本支出	5091	9243	89	1567	885
长期投资	-176	694	-161	-205	-203
其他投资现金流	-460	-62	-2016	-2463	-2840
筹资活动现金流	-10749	-1016	-8033	-5747	-2769
短期借款	-6337	3037	-2560	-1000	2000
长期借款	0	1971	-393	-376	-386
普通股增加	-0	18	0	0	0
资本公积增加	76	-1997	0	0	0
其他筹资现金流	-4487	-4045	-5080	-4372	-4383
现金净增加额	-7191	-2498	-2106	4768	6213

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	78976	90009	97660	113090	127226
营业成本	49106	56392	61233	70116	78880
营业税金及附加	531	577	676	781	857
营业费用	19773	21070	22852	26011	29008
管理费用	2980	4285	4883	5881	6489
研发费用	427	495	266	385	542
财务费用	-60	8	230	94	-53
资产减值损失	76	-241	0	0	0
其他收益	747	588	500	400	400
公允价值变动收益	0	78	20	24	31
投资净收益	261	545	335	319	365
资产处置收益	-38	-25	0	0	0
营业利润	7691	8280	8374	10566	12299
营业外收入	35	30	332	121	129
营业外支出	148	116	400	100	100
利润总额	7578	8194	8307	10587	12328
所得税	1126	1243	1247	1598	1856
净利润	6452	6951	7059	8989	10472
少数股东损益	12	17	10	14	19
归属母公司净利润	6440	6934	7049	8975	10453
EBITDA	9041	10272	10367	12883	14946
EPS (元)	1.06	1.14	1.16	1.48	1.72

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	16.9	14.0	8.5	15.8	12.5
营业利润(%)	8.1	7.7	1.1	26.2	16.4
归属于母公司净利润(%)	7.3	7.7	1.7	27.3	16.5
获利能力					
毛利率(%)	37.8	37.3	37.3	38.0	38.0
净利率(%)	8.2	7.7	7.2	7.9	8.2
ROE(%)	23.0	26.5	24.9	27.2	26.8
ROIC(%)	21.3	21.2	21.8	24.8	23.7
偿债能力					
资产负债率(%)	41.1	56.5	50.1	51.8	46.6
净负债比率(%)	-32.8	-16.0	-17.5	-33.6	-40.1
流动比率	1.3	0.8	0.8	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.4	0.4	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8
应收账款周转率	70.8	57.7	57.7	57.7	57.7
应付账款周转率	5.9	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.14	1.16	1.48	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	1.39	1.29	2.36	2.06
每股净资产(最新摊薄)	4.59	4.30	4.64	5.41	6.40
估值比率					
P/E	44.7	41.6	40.9	32.1	27.6
P/B	10.3	11.0	10.2	8.7	7.4
EV/EBITDA	30.9	27.7	27.3	21.5	18.3

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com