

# 伊利股份（600887）：原奶价格上涨催化盈利改善，龙头空间可期

2021年01月14日

强烈推荐/维持

伊利股份 公司报告

**事件：**根据农业部数据，国内主产区生鲜乳均价从2020年7月初的3.59元/公斤，上涨至2020年底的4.21元/公斤，半年涨幅约17.2%，同比增长9.92%，逼近2014年2月生鲜乳价格历史高点4.27元/公斤。在原奶价格大幅上涨背景下，乳企有望采取提价降费等措施应对成本压力，推动了盈利能力的改善。

**复盘2013年公司盈利改善：**原奶价格上涨带来行业性提价降费，终端提价、减缓促销、减少广告投入多重因素共振，短期提高公司毛利率、降低费用率，原奶价格周期下行后，长期释放了公司净利率，同时促使了公司产品结构升级。(1) 行业终端提价（表1）：伊利在2013年4、9、12月分别对产品提价10%；蒙牛在2013年4、9月分别对各类产品提价5%；2013年三元年内提价两次，提价幅度分别是5%、8%；光明12月份提价8-9%；(2) 行业广告费用投放力度降低：伊利广告投放排名从2011年的第六位下降到2013年的第九位，蒙牛从2011年的第十位下降到2012年的第十六位，根据CTR的数据监测显示，2013年1季度伊利广告投放同比下滑5%。随着提价控费的推进，公司盈利质量得到改善（图1-2），公司毛利率、净利率分别从2013Q1提价前的32.37%/4.18%提升至2014Q1的33.72%/8.35%；同时，公司产品结构高端化升级得到催化，2011-2014期间，公司高端液态奶的占比从2011年的28%提升至2014年的42%。2012-2014年产品结构升级对新增营收的贡献率分别为26.93%、30.38%、38.49%

**站在当前时点，原奶价格重回14年高点，本轮上涨由上游成本上升、存栏下降、下游乳企产品结构升级导致原奶使用量上升、春节延迟等因素共同带动。**

(1) 上游：奶牛存栏减少、饲料成本上升。综合中国奶业年鉴与美国农业部USDA供需报告趋势（图3），我国奶牛存栏量16年开始下降，至2020年仍处于低点；根据农业部数据，豆粕、玉米等粮食价格2020年初开始上涨（图4），截至2021.01.11吨价分别已达3917.43/2882.19元每吨，同比+36%/+50%。(2) 下游：高端白奶、巴氏/超巴氏占比提升，乳企对原奶需求提升。在乳企产品结构中，中低端产品如乳饮料等常以大包粉复原乳为原料，受新冠疫情、消费升级影响，高端白奶、巴氏/超巴氏在产品结构中占比不断提升，海外进口大包粉对原奶价格的冲击与稀释不复2013年。(3) 根据每年春节前后原奶的涨价规律，21年春节较迟的因素也将支撑原奶价格相对维持高位。

相比2013年原奶价格仅在4.2元以上高位维持3个月的短期上涨，本轮上涨由结构驱动的属性更强，奶价将有望维持高位更长时间。在此判断下，公司对终端促销费用的控制有望保持；而公司在2013年三次提价，今年也有望多产品分次提升价格。我们认为，行业性提价降费将客观导致行业集中度提高，公司也有望进一步提升自身盈利能力，看好公司作为龙头的空间。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司2020-2022年净利润分别为4.62、6.40和8.08亿元，对应EPS分别为0.46、0.64和0.81元。当前股价对应2019-2021年PE值分别为40、29和23倍。维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**原奶价格大幅上涨，春节动销受疫情影响。

## 公司简介：

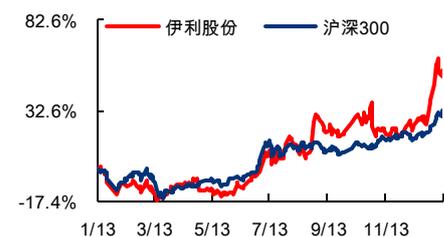
伊利集团是中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业，稳居全球乳业第一阵营，蝉联亚洲乳业第一。公司规模大、产品线健全，是符合奥运会标准，为2008年北京奥运会提供服务的乳制品企业；也是符合世博会标准，为2010年上海世博会提供服务的乳制品企业。伊利一直坚持和推动创新战略，经过多年发展，已经建立了多个领先的技术研发和产学研合作平台，持续推动行业创新。其中，国家认定企业技术中心、乳品深加工技术国家和地方联合工程研究中心、全国冷冻饮品标准化技术委员会秘书处、国家乳制品加工技术研发专业分中心、国家肉肉检测中心的乳品检测研究室等都属于国家级别的研发创新平台。

资料来源：公司官网，Wind

## 交易数据

52周股价区间（元）	51.69-26.53
总市值（亿元）	3,021.24
流通市值（亿元）	2,945.55
总股本/流通A股（万股）	608,262/593,024
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.08

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

## 研究助理：韦香怡

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070032

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	79,553.28	90,223.08	94,700.63	110,064.4	122,394.9
增长率(%)	16.89%	13.41%	4.96%	16.22%	11.20%
归母净利润(百万元)	6,439.75	6,933.76	7,446.15	8,808.92	10,629.92
增长率(%)	7.31%	7.67%	7.39%	18.30%	20.67%
净资产收益率(%)	23.07%	26.53%	21.59%	20.34%	19.73%
每股收益(元)	1.06	1.15	2.15	2.54	3.07
PE	46.86	43.19	23.17	19.58	16.23
PB	6.00	5.84	4.99	3.97	3.19

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

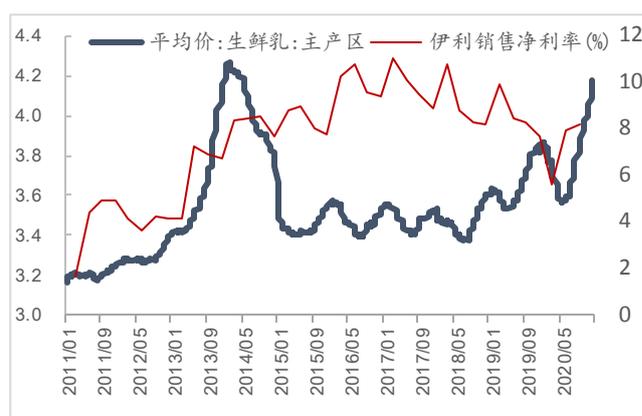


图1: 2011 至今原奶价格波动与伊利毛利率趋势



资料来源: 农业部, 公司公告, 东兴证券研究所

图2: 2011 至今原奶价格波动与伊利净利率趋势



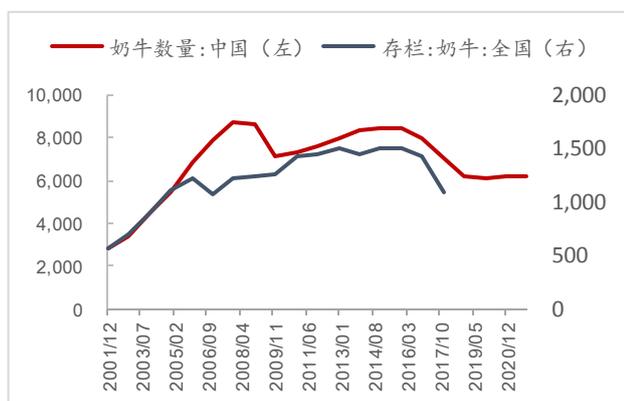
资料来源: 农业部, 公司公告, 东兴证券研究所

表1: 2013 年乳制品行业提价政策整理

2013 年提价	
伊利	在 4,9,12 月分别对各类产品提价 10%
蒙牛	在 4,9 月分别对各类产品提价 5%
三元	两次提价分别为 5%, 8%
光明	在 12 月份提价 8-9%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图3: 中国奶牛存栏量 (两份报告数字不同但趋势互相印证)



资料来源: 中国奶业年鉴, 美国农业部 USDA 供需报告, 东兴证券研究所

图4: 奶牛主要饲料价格变动



资料来源: 农业部, 东兴证券研究所

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表		单位: 百万元					利润表					单位: 百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	24455	25706	29308	42356	57987	<b>营业收入</b>	79553	90223	94701	110064	122395						
货币资金	11051	11325	12685	27169	43996	<b>营业成本</b>	49106	56392	60797	70821	78038						
应收账款	1101	1616	1662	1893	2063	营业税金及附加	531	577	474	550	612						
其他应收款	19	23	24	28	31	营业费用	19773	21070	20834	24214	26927						
预付款项	1460	1157	1534	1870	2296	管理费用	2980	4285	3788	4403	4896						
存货	5507	7715	8151	9305	10049	财务费用	-60	8	50	-166	-323						
其他流动资产	5000	2783	1853	-1340	-3903	研发费用	427	495	157	161	179						
<b>非流动资产合计</b>	23151	34755	32019	31370	29563	资产减值损失	75.66	-241.44	9.76	11.35	12.62						
长期股权投资	1909	1961	1961	1961	1961	公允价值变动收益	0.23	78.16	0.00	0.00	0.00						
固定资产	14688	18296	21085	21922	21115	投资净收益	260.91	544.87	0.00	0.00	0.00						
无形资产	639	1409	1329	1254	1184	加: 其他收益	746.56	587.79	764.13	993.37	1291.38						
其他非流动资产	1718	3151	0	0	0	<b>营业利润</b>	7691	8280	9330	11038	13320						
<b>资产总计</b>	47606	60461	61327	73726	87549	营业外收入	34.82	29.84	0.00	0.00	0.00						
<b>流动负债合计</b>	19171	31432	25925	29494	32718	营业外支出	148.02	116.05	0.00	0.00	0.00						
短期借款	1523	4560	0	0	0	<b>利润总额</b>	7578	8194	9330	11038	13320						
应付账款	8839	10501	10943	12492	13490	所得税	1126	1243	1866	2208	2664						
预收款项	4401	6020	7720	9695	11892	<b>净利润</b>	6452	6951	7464	8830	10656						
一年内到期的非流动负债	33	306	306	306	306	少数股东损益	12	17	18	22	26						
<b>非流动负债合计</b>	398	2755	607	607	607	归属母公司净利润	6440	6934	7446	8809	10630						
长期借款	0	471	471	471	471	<b>主要财务比率</b>											
应付债券	0	1500	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
<b>负债合计</b>	19569	34187	26531	30101	33324	<b>成长能力</b>											
少数股东权益	122	143	161	183	209	营业收入增长	16.89%	13.41%	4.96%	16.22%	11.20%						
实收资本(或股本)	6078	6096	3465	3465	3465	营业利润增长	8.08%	7.66%	12.68%	18.30%	20.67%						
资本公积	2841	844	1022	1022	1022	归属于母公司净利润增长	7.31%	7.67%	7.39%	18.30%	20.67%						
未分配利润	15673	18327	25550	34094	44405	<b>获利能力</b>											
归属母公司股东权益合计	27916	26131	34491	43299	53873	毛利率(%)	38.27%	37.86%	35.80%	35.65%	36.24%						
<b>负债和所有者权益</b>	47606	60461	61184	73583	87406	净利率(%)	8.11%	7.70%	7.88%	8.02%	8.71%						
<b>现金流量表</b>						单位: 百万元					总资产净利润(%)						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)					13.53%	11.47%	12.14%	11.95%	12.14%		
<b>经营活动现金流</b>	8625	8455	8804	16386	17629	<b>偿债能力</b>											
净利润	6452	6951	7464	8830	10656	资产负债率(%)	41%	57%	43%	41%	38%						
折旧摊销	1608.66	1957.96	2632.34	2704.69	2863.44	流动比率					1.77						
财务费用	-60	8	50	-166	-323	速动比率					1.47						
应收账款减少	-315	-514	-46	-231	-170	<b>营运能力</b>											
预收账款增加	275	1619	1700	1975	2197	总资产周转率	1.64	1.67	1.56	1.63	1.52						
<b>投资活动现金流</b>	-5374	-9999	-1949	-1804	-805	应收账款周转率	84	66	58	62	62						
公允价值变动收益	0	78	0	0	0	应付账款周转率	9.89	9.33	8.83	9.39	9.42						
长期投资减少	0	0	303	0	0	<b>每股指标(元)</b>											
投资收益	261	545	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.06	1.15	2.15	2.54	3.07						
<b>筹资活动现金流</b>	-10749	-1016	-5496	-98	4	每股净现金流(最新摊薄)	-1.23	-0.42	0.39	4.18	4.86						
应付债券增加	0	1500	-1500	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.59	4.29	9.96	12.50	15.55						
长期借款增加	0	471	0	0	0	<b>估值比率</b>											
普通股增加	0	18	-2632	0	0	P/E	46.86	43.19	23.11	19.54	16.19						
资本公积增加	76	-1997	178	0	0	P/B	10.81	11.59	4.99	3.97	3.19						
<b>现金净增加额</b>	-7498	-2560	1359	14484	16827	EV/EBITDA	31.69	29.33	13.88	10.85	8.15						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	食品饮料行业报告: 站在 DCF 的角度思考白酒的估值空间	2020-08-11
行业深度报告	食品饮料 2020 年中期策略: 风宜长物放眼量	2020-08-06
行业深度报告	休闲食品产业: 百舸争流	2020-05-19
专题报告	食品饮料: 白酒板块存量时代分化加剧, 食品板块增量背景竞相博弈 食品饮料行业 2020 年展望	—— 2020-01-15

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

## 研究助理简介

---

### 韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、肉制品及软饮料、乳制品板块。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526