

# 伊利股份 (600887)

公司研究/点评报告

## 疫情冲击 20 年业绩，21Q1 业绩超越疫情前水平

——伊利股份 (600887) 2020 年报及 2021 年一季报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 4 月 29 日

### 一、事件概述

4 月 28 日，公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报，2020 年实现营收 968.86 亿元，同比+7.38%；实现归母净利润 70.78 亿元，同比+2.08%，基本 EPS 为 1.17 元。拟每股派发现金红利 0.82 元（含税）。2021Q1 实现营收 273.63 亿元，同比+32.49%；实现归母净利润 28.31 亿元，同比+147.69%，基本 EPS 为 0.47 元。

### 二、分析与判断

#### 疫情冲击 2020 年业绩，21Q1 业绩超过疫情前水平

2020 年公司实现营收/归母净利润 968.86/70.78 亿元，同比分别+7.38%/+2.08%；合 Q4 实现营收/归母净利润 231.15/10.54 亿元，同比分别+7.28%/-19.13%。2020 年受疫情影响，Q1 动销趋于停滞，业绩同比下滑明显；Q2 以后动销恢复，业绩恢复增长；Q3~Q4 受下游需求旺盛影响，上游原奶出现明显短缺且价格上涨明显，公司毛利率下滑明显，拖累利润端整体表现。

2021Q1 公司实现营收/归母净利润 273.63/28.31 亿元，同比分别+32.49%/+147.69%；较 2019Q1 分别+18.30%/+24.38%。疫情防控进入常态化后，下游需求恢复至往年正常水平，叠加 20Q1 的低基数效应，公司业绩同比高速增长，并超过疫情前水平。

分产品看，2020 年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品分别实现营收 761.23/128.85/61.58/1.79 亿元，同比分别+3.20%/+28.15%/+9.35%/+188.64%；合 Q4 分别实现营收 188.34/35.16/1.24/0.10 亿元，同比分别+6.47%/+4.21%/-30.33%/-83.56%。2020 年液体乳收入小幅增长，奶粉、冷饮产品增速较高。2021Q1 分别实现营收 208.61/39.89/20.62/0.22 亿元，同比分别+35.82%/+23.08%/+13.82%/-49.83%，21Q1 液体乳动销同比实现高速增长，显示疫情负面影响消退，奶粉、冷饮产品增速平稳。

从销量和吨价看，2020 年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品分别销售 900.52/22.94/43.18/4.40 万吨，同比分别+3.40%/+59.99%/+6.39%/+317.61%。销售均价分别为 8453/56159/14261/4072（元/吨），同比分别-0.19%/-19.90%/+2.78%/-30.88%。液体乳销量小幅增长，均价小幅下滑。奶粉销量增速较高，但均价下滑明显。

分地区看，2020 年华北/华南/其他地区分别实现收入 280.84/251.30/421.31 亿元，同比分别+5.81%/+5.94%/+7.35%；合 Q4 分别实现收入 76.22/70.19/78.43 亿元，同比分别+0.76%/+7.77%/+8.56%。21Q1 分别实现收入 79.89/63.64/125.81 亿元，同比分别+30.06%/+33.87%/+31.61%。各地区间收入增速较为平衡。2020 年末华北/华南/其他地区分别拥有经销商 3655/3735/5523 家，同比分别+2.70%/+6.08%/+5.72%，经销商队伍稳健扩张。

#### 20 年毛利率小幅下滑，21Q1 动销恢复后毛利率水平提高

20 全年/20Q4/21Q1 公司销售毛利率分别为 35.97%/32.87%/37.71%，同比分别-1.38ppt/-3.40ppt/+0.25ppt。2020 年受疫情影响，全年毛利率同比下滑；2021Q1 疫情负面影响消除，同时公司对部分产品进行了直接或间接提价操作，推动主业毛利率同比小幅回暖，有效对冲成本上涨。2020 年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品毛利率分别为 34.05%/42.90%/48.66%/33.82%，同比分别-1.15ppt/-5.22ppt/2.15ppt/-0.99ppt。除冷饮产品主销时段受疫情影响较小外，所有产品毛利率均同比下滑。

推荐

维持评级

当前价格：

39.25 元

交易数据

2021-4-28

近 12 个月最高/最低	49.27/27.74
总股本（百万股）	6082.62
流通股本（百万股）	5930.24
流通股比例（%）	97%
总市值（亿元）	2387.43
流通市值（亿元）	2327.62

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

### 相关研究

1. 伊利股份 (600887) 2020 年三季报  
点评：Q3 业绩延续较高增长，疫情负面影响有效化解
2. 伊利股份 (600887) 2020 年半年报  
点评：Q2 业绩表现靓丽，市场地位持续强化

20 全年/20Q4/21Q1 公司期间费用率分别为 27.96%/28.63%/26.14%，同比分别 -0.70ppt/-0.80ppt/-4.21ppt。其中销售费用率分别为 22.23%/21.01%/21.55%，同比分别 -1.12ppt/-1.35ppt/-3.64ppt，原因是新收入准则导致运输费重分类至营业成本。管理费用率分别为 5.03%/6.56%/4.30%，同比分别 +0.28ppt/+0.48ppt/-0.13ppt，2020 年上升原因是股权激励费用增加。研发费用率为 0.50%/0.69%/0.38%，同比分别 -0.05ppt/-0.06ppt/-0.03ppt。财务费用率为 0.19%/0.38%/-0.09%，同比分别 +0.19ppt/+0.14ppt/-0.41ppt。原因是利息支出增加。

#### ► 供应链协同及产品研提高，中长期成长性稳定

2020 年，公司加快推进海外市场及生产基地建设进度，进一步夯实了全球供、产、销的统筹规划和运营协同及风险应急能力，充分发挥了“全球供应链网络”高效协同优势。截至 2020 年末，公司综合产能为 1312 万吨/年。

产品研发方面，2020 年公司推出“安慕希”芝士波波球常温酸奶、“金典”低温牛奶、“畅轻”纤酪乳低温酸奶、“QQ 星”儿童成长配方奶粉、“伊利”欣活舒糖膳底配方成人营养品、“伊利”可以吸的儿童奶酪、“妙芝”口袋芝士成人奶酪棒、“伊然”乳矿气泡水、“伊然”乳矿奶茶及“植选”高蛋白无糖豆乳等系列新品，深受消费者喜爱，带动了公司业务健康发展。

### 三、盈利预测与投资建议

预计 21-23 年公司实现营业总收入 1101/1245/1396 亿元，同比+13.6%/+13.1%/+12.1%；实现归母净利润为 84.68/94.70/105.12 亿元，同比+19.6%/+11.8%/+11.0%。按照最新股本对应 EPS 为 1.39/1.56/1.73 元，目前股价对应 PE 为 28/25/23 倍。公司估值与乳制品可比公司（以液奶为主）29 倍左右的平均估值水平相当（算数平均法，业绩对应 2020 年 wind 一致预期），考虑到公司为乳制品行业头部企业，未来仍将长期受益于行业发展，长期稳健成长的确定性较高，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示：

疫情冲击持续超预期，成本大幅上升，费用控制不力，食品安全问题等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	96,886	110,050	124,504	139,609
增长率（%）	7.4%	13.6%	13.1%	12.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	7,078	8,468	9,470	10,512
增长率（%）	2.1%	19.6%	11.8%	11.0%
每股收益（元）	1.17	1.39	1.56	1.73
PE（现价）	33.5	28.2	25.2	22.7
PB	7.9	6.4	5.8	5.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	96,886	110,050	124,504	139,609
营业成本	61,806	68,341	76,944	86,418
营业税金及附加	547	662	726	827
销售费用	21,538	24,679	28,007	31,203
管理费用	4,876	6,823	8,043	9,061
研发费用	487	553	626	702
EBIT	7,633	8,992	10,159	11,399
财务费用	188	23	42	39
资产减值损失	(339)	56	53	76
投资收益	600	600	600	600
营业利润	8,558	10,128	11,307	12,514
营业外收支	(408)	(247)	(328)	(288)
利润总额	8,150	9,881	10,979	12,226
所得税	1,051	1,387	1,478	1,681
净利润	7,099	8,494	9,501	10,545
归属于母公司净利润	7,078	8,468	9,470	10,512
EBITDA	10,075	11,861	13,505	15,268
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	11695	15165	16220	20979
应收账款及票据	1759	2120	2329	2650
预付款项	1290	1414	1599	1792
存货	7545	8904	9855	11079
其他流动资产	5590	5590	5590	5590
流动资产合计	28381	33853	36125	42813
长期股权投资	2903	3503	4102	4702
固定资产	23343	27671	32359	36866
无形资产	1536	1899	2080	2336
非流动资产合计	42774	50694	53161	55647
资产合计	71154	84546	89286	98460
短期借款	6957	6957	6957	6957
应付账款及票据	11636	12978	14549	16375
其他流动负债	2782	2782	2782	2782
流动负债合计	34768	41009	41747	46149
长期借款	1375	1375	1375	1375
其他长期负债	4407	4407	4407	4407
非流动负债合计	5853	5853	5853	5853
负债合计	40622	46862	47600	52002
股本	6083	6083	6083	6083
少数股东权益	149	175	206	240
股东权益合计	30533	37684	41686	46457
负债和股东权益合计	71154	84546	89286	98460

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	7.4%	13.6%	13.1%	12.1%
EBIT 增长率	3.1%	17.8%	13.0%	12.2%
净利润增长率	2.1%	19.6%	11.8%	11.0%
盈利能力				
毛利率	36.2%	37.9%	38.2%	38.1%
净利润率	7.3%	7.7%	7.6%	7.5%
总资产收益率 ROA	9.9%	10.0%	10.6%	10.7%
净资产收益率 ROE	23.3%	22.6%	22.8%	22.7%
偿债能力				
流动比率	0.8	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.5
资产负债率	0.6	0.6	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	6.0	5.7	5.9	5.8
存货周转天数	44.4	43.3	43.9	43.6
总资产周转率	1.5	1.4	1.4	1.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.2	1.4	1.6	1.7
每股净资产	5.0	6.2	6.8	7.6
每股经营现金流	1.5	2.5	2.0	2.7
每股股利	0.8	0.9	0.9	0.9
估值分析				
PE	33.5	28.2	25.2	22.7
PB	7.9	6.4	5.8	5.2
EV/EBITDA	22.7	19.1	16.7	14.4
股息收益率	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7,099	8,494	9,501	10,545
折旧和摊销	2,794	2,926	3,399	3,945
营运资金变动	(450)	4,150	(531)	2,396
经营活动现金流	9,254	15,252	12,139	16,614
资本开支	6,500	6,542	5,542	6,042
投资	(3,344)	0	0	0
投资活动现金流	(9,043)	(6,542)	(5,542)	(6,042)
股权募资	248	0	0	0
债务募资	5,122	32	0	0
筹资活动现金流	(47)	(5,240)	(5,541)	(5,813)
现金净流量	164	3,470	1,055	4,758

## 分析师简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。