

2021年04月28日

伊利股份 (600887.SH)

公司快报

食品饮料 | 乳制品 III

投资评级

买入-A(维持)

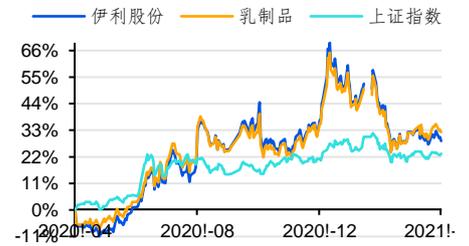
股价(2021-04-28)

39.25 元

交易数据

总市值(百万元)	238,743.02
流通市值(百万元)	232,761.81
总股本(百万股)	6,082.62
流通股本(百万股)	5,930.24
12个月价格区间	27.55/51.85 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.98	-7.62	7.15
绝对收益	-2.85	-10.88	29.94

分析师

周蓉

 SAC 执业证书编号: S0910520030001
 zhourong@huajinsec.com

分析师

陈振志

 SAC 执业证书编号: S0910519110001
 chenchenzhi@huajinsec.com
 021-20377051

相关报告

伊利股份: 双节旺季三季度恢复高增 全年目标实现确定性强 2020-10-30

伊利股份: 二季度核心业务恢复增长 全年目标有望顺利实现 2020-08-28

伊利股份: 上游原奶布局加速, 增强公司中长期竞争力 2020-08-04

伊利股份: 风险压力基本释放 内生增长动力强劲 2020-04-29

伊利股份: 乳制品龙头国际赛道扬帆起航 2020-03-18

全年目标顺利实现, 21 年业绩弹性可期

事件: 伊利股份发布 2020 年年报, 20 年公司实现营业总收入 968.86 亿元, 同比增长 7.38%; 归属于上市公司股东净利润 70.78 亿元, 同比增长 2.08%。其中 20Q4 实现营业总收入 231.15 亿元, 同比增长 7.28%; 归属于上市公司股东净利润 10.54 亿元, 同比减少 19.13%。

同时公司发布 21 年一季报, 21Q1 公司实现营业总收入 273.63 亿元, 同比增长 32.49%; 归属于上市公司股东净利润 28.31 亿元, 同比增长 147.69%。

投资要点

◆ **疫情后白奶需求旺盛, 下半年收入实现高增。** 20 年公司收入目标顺利实现, 总体而言, 受益于疫情后白奶需求提升, 下半年公司白奶促销明显减少; 同时公司于 20 年底和 21 年初分别对基础白奶、部分低温产品进行价格调整, 助力 20 年液体乳收入实现增长; 同时 20 年婴配粉业务在疫情之下受益于内资品牌份额提升, 实现双位数增长, 低温奶受行业激烈竞争影响, 增长稍微缓慢。具体收入端来看, 20 年全年及 20Q4 公司分别液体乳实现营收 761.23/188.34 亿元, 同比+3.1/+6.2%, 奶粉及奶制品营收 128.85/35.16 亿元, 同比+28.1/+4.2%, 冷饮产品营收 61.57/1.24 亿元, 同比+9.3/-30.4%。20 年全年液体乳、奶粉及奶制品、冷饮收入占比分别为 78.9%/13.3%/6.4%。较 20Q1-3 +1.2/+0.6/-1.8pcts, 伴随液体奶销售全面恢复, 冷饮收入占比有所下滑。据尼尔森数据显示, 公司液体乳零售额市占率为 33.3%, 同比提高 0.9pcts, 婴配奶粉零售额市占率约为 6%, 与上年基本持平。

公司 21Q1 实现营收 273.63 亿元, 同比增长 32.49%, 归属上市公司股东净利润 28.31 亿元, 同比增长 147.69%。其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮分别实现营收 208.61/39.89/20.63 亿元, 同比+35.8/+23.1/+13.8%。由于公司 20Q1 受疫情影响下基数较低, 今年一季度各板块均实现高增长。

◆ **受成本上涨影响, 20 年毛利率略有下滑。** 受原奶价格上涨影响, 公司 20 全年/20Q4 毛利率分别为 36.21/33.15%, 同比-1.29/-3.28 pcts。同时, 20 年上半年疫情期间公司费用投放较多, 下半年对费用投放有所控制, 渠道反馈公司促销力度显著减弱, 且公司费用投放理性、结构有所调整(线上转投性价比较高的新栏目, 线下侧重三四线市场), 20 年销售费用率为 22.23%, 同比减少 1.12pcts。管理费用率为 5.03%, 同比增长 0.28pcts, 主要是上半年股权激励费用增加所致。20Q4 净利润同比 19 年有所下滑, 主要系成本上涨背景下, 毛利率有所下滑所致。

20 年底和 21 年初公司对部分产品提价, 21Q1 公司毛利率为 37.95%, 环比 20Q4+4.80pcts, 销售费用率/管理费用率分别为 21.55/4.30%, 同比-3.64/-0.13pcts。由于 20Q1 疫情期间公司费用投放较多, 21Q1 延续去年下半年费用精准投放原则, 相关费用支出减少, 从而公司净利率水平同比+4.81pcts, 助力公司一季度净利润实现高增。

◆ **原奶价格上升背景下, 盈利改善空间可期。** 展望 2021 年, 原奶价格仍将处于缓慢上升趋势中, 全行业存在提价预期, 从而公司毛销差有望得到提升。同时公司 21

年推出金典 A2 有机、臻浓高钙等新品，进一步丰富白奶产品矩阵，在白奶需求持续旺盛背景下，公司加大白奶产品及渠道布局倾斜，白奶有望逐渐成为新引擎。总体而言，我们预计公司将通过合理的费用管控措施和调整产品结构，增强公司盈利，其盈利改善空间仍可期。

◆ **投资建议：**中长期我们坚定看好公司产品化平台（对标国际乳企，积极拓展奶粉奶酪、健康饮品等新领域）、国际化平台（实现资源、市场、研究国际化）、渠道影响力（继续秉承公司扁平化、精细化渠道建设）、和品牌影响力（目标世界乳企龙头）优势。我们预测：公司 2021-2023 年营业收入分别为 1086.41/1200.64.40/1322.35 亿元，同比增长 12.6%/10.5%/10.1%。归母净利润 94.46/107.57/119.19 亿元，同比增长 33.5%/13.9%/10.8%，EPS 分别为 1.55/1.77/1.96 元，对应 PE 分别为 25.6X/22.5X/20.3X，考虑公司为行业龙头，给予估值溢价，维持公司“买入-A”投资评级。

◆ **风险提示：**食品安全问题；行业竞争加剧风险；疫情影响下市场波动风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑；海外业务进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,009	96,524	108,641	120,064	132,235
YoY(%)	14.0	7.2	12.6	10.5	10.1
净利润(百万元)	6,934	7,078	9,446	10,757	11,919
YoY(%)	7.7	2.1	33.5	13.9	10.8
毛利率(%)	37.3	36.0	37.2	37.4	37.5
EPS(摊薄/元)	1.14	1.16	1.55	1.77	1.96
ROE(%)	26.5	23.3	23.7	22.7	21.2
P/E(倍)	34.9	34.1	25.6	22.5	20.3
P/B(倍)	9.2	8.0	6.1	5.1	4.3
净利率(%)	7.7	7.3	8.7	9.0	9.0

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	25706	28381	44546	43847	59857	营业收入	90009	96524	108641	120064	132235
现金	11325	11695	25294	24688	37951	营业成本	56392	61806	68184	75159	82663
应收票据及应收账款	1837	1759	2289	2185	2742	营业税金及附加	577	547	615	680	749
预付账款	1157	1290	1464	1579	1773	营业费用	21070	21538	22923	25454	28430
存货	7715	7545	9290	9267	11143	管理费用	4285	4876	5330	5978	6536
其他流动资产	3671	6091	6210	6128	6249	研发费用	495	487	548	606	667
非流动资产	34755	42774	44810	46386	48002	财务费用	8	188	254	-69	-362
长期投资	1961	2903	4041	5208	6394	资产减值损失	-241	-339	0	0	0
固定资产	18296	23343	24801	25650	26278	公允价值变动收益	78	171	62	78	97
无形资产	1409	1536	1596	1667	1852	投资净收益	545	600	385	448	494
其他非流动资产	13090	14992	14372	13862	13479	营业利润	8280	8558	11234	12782	14143
资产总计	60461	71154	89356	90234	107859	营业外收入	30	49	50	41	42
流动负债	31432	34768	44505	38980	48813	营业外支出	116	457	212	233	255
短期借款	4560	6957	6957	6957	6957	利润总额	8194	8150	11072	12590	13931
应付票据及应付账款	10801	11636	13117	14168	15841	所得税	1243	1051	1607	1808	1983
其他流动负债	16071	16176	24431	17856	26016	税后利润	6951	7099	9464	10782	11948
非流动负债	2755	5853	4854	3835	2816	少数股东损益	17	21	18	25	29
长期借款	1971	5137	4138	3119	2100	归属母公司净利润	6934	7078	9446	10757	11919
其他非流动负债	784	716	716	716	716	EBITDA	10219	11002	13570	15214	16687
负债合计	34187	40622	49359	42816	51630						
少数股东权益	143	149	167	191	220	主要财务比率					
股本	6096	6083	6083	6083	6083	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	844	1417	1417	1417	1417	成长能力					
留存收益	21534	23541	26286	29412	32877	营业收入(%)	14.0	7.2	12.6	10.5	10.1
归属母公司股东权益	26131	30384	39830	47227	56010	营业利润(%)	7.7	3.4	31.3	13.8	10.6
负债和股东权益	60461	71154	89356	90234	107859	归属于母公司净利润(%)	7.7	2.1	33.5	13.9	10.8
						获利能力					
						毛利率(%)	37.3	36.0	37.2	37.4	37.5
						净利率(%)	7.7	7.3	8.7	9.0	9.0
						ROE(%)	26.5	23.3	23.7	22.7	21.2
						ROIC(%)	21.1	17.1	18.2	18.1	17.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	56.5	57.1	55.2	47.4	47.9
						流动比率	0.8	0.8	1.0	1.1	1.2
						速动比率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
						应收账款周转率	57.7	53.7	53.7	53.7	53.7
						应付账款周转率	5.7	5.5	5.5	5.5	5.5
						估值比率					
						P/E	34.9	34.1	25.6	22.5	20.3
						P/B	9.2	8.0	6.1	5.1	4.3
						EV/EBITDA	23.2	22.1	16.9	15.0	12.8

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8455	9852	18707	7584	21263
净利润	6951	7099	9464	10782	11948
折旧摊销	1958	2442	2478	2832	3188
财务费用	8	188	254	-69	-362
投资损失	-545	-600	-385	-448	-494
营运资金变动	-761	-450	6958	-5435	7081
其他经营现金流	845	1172	-62	-78	-97
投资活动现金流	-9999	-9043	-4068	-3883	-4212
筹资活动现金流	-1016	-47	-1041	-4306	-3788
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.16	1.55	1.77	1.96
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.62	3.08	1.25	3.50
每股净资产(最新摊薄)	4.30	5.00	6.55	7.76	9.21

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn