

2021年04月29日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目標價(元)

47

**公司基本資訊**

產業別	食品饮料		
A 股价(2021/4/28)	39.25		
上证指数(2021/4/28)	3457.07		
股價 12 個月高/低	51.85/26.82		
總發行股數(百萬)	6082.62		
A 股數(百萬)	5930.24		
A 市值(億元)	2327.62		
主要股東	香港中央結算有限公司 (12.34%)		
每股淨值(元)	5.49		
股價/賬面淨值	7.15		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-2.5	-11.2	28.3

**近期評等**

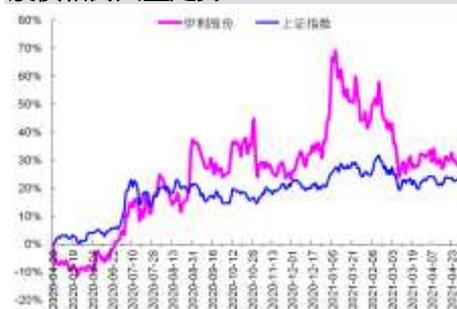
出刊日期	前日收盘	評等
2020-11-03	37.90	买入
2020-08-28	36.90	买入
2020-04-29	29.29	买入

**產品組合**

液體乳	77.5%
奶粉及奶制品	14.8%
冷飲產品系列	7.7%

**機構投資者占流通 A 股比例**

基金	17.9%
一般法人	26.0%

**股價相對大盤走勢**

**伊利股份(600887.SH)**
**BUY 買入**
**21 年实现开门红, 关注奶价上涨带来的成本压力**
**結論與建議：**
**业绩概要：**

2020 年实现营收 968.9 亿, 同比增 7.4%, 录得净利润 70.8 亿, 同比增 2%, 扣非后净利润 66.3 亿, 同比增 5.7%。4Q 实现营收 231 亿, 同比增 7.3%, 录得净利润 10.5 亿, 同比下降 19%。

公告 2021Q1 实现收入 273.6 亿, 同比增 32.5%, 录得净利润 28.3 亿, 同比增 148%, 扣非后净利润 26.3 亿, 同比增 92%。若与 2019 年同期比较, 则收入增 18%, 净利润增 24%, 扣非后净利润增 20.4%。1Q 超预期。

分红方案: 每 10 股派发现金股利 8.2 元, 股息率为 2%

- 随着疫情影响消退, 公司各项业务开展较为顺利, 重点产品保持较快增长, 收入增速达 9.6%。液态奶实现收入 761 亿, 同比增 3%, 常温液奶市占率进一步上升至 38.6%, 金典零售额增速超 20%, 有机液体乳零售额同比增长 35%, 市占率达 50.6%, 在细分市场居首位; 奶粉业务收入 128.9 亿, 同比增 28%, 主要由于较上年多 7 个月 Westland 的并表时间; 冷饮收入 61.6 亿, 同比增 9.4%, 其他收入受矿泉水、伊然等小品类收入增长, 实现收入 17.9 亿, 同比增 188.6%。全年销量增长是收入增量的主要来源, 贡献 54.4 亿增量, 产品结构升级次之, 贡献收入 17.6 亿, 价格调整造成收入损失 14.8 亿。
- 毛利率来看, 全年毛利率为 36.2%, 同比下降 1.29pct, 主要由于报告期内奶价上涨, 报告期内直接材料成本同比增 8.33%, 下半年奶价上涨更为明显, 使毛利率降幅扩大, 4Q 毛利率同比下降 3.3pct 至 33.1%。在成本和春节延后的影响下, 4Q 利润同比有所下滑。
- 成本压力下, 公司费用端投放也更加谨慎, 报告期销售费用率同比下降 1.2pct 至 22.2% (其中广告营销费用率下降 0.8pct 至 11.4%), 使综合费用率下降 0.64pct 至 27.46%。
- 21Q1 在春节动销和低基数的影响下, 公司实现快速增长。液体乳收入 208.6 亿, 同比增 35.8%, 金典、安慕希增长超 30%, 常温市占率上升至 39.2%, 奶粉收入 39.9 亿, 同比增 23%, 冷饮收入 20.6 亿, 同比增 13.8%。毛利率同比上升 0.1pct 至 37.9%, 我们认为在奶价上升的背景下, 毛利率上升一方面表明公司产品结构进一步优化, 另一方面预计促销力度减弱, 产品单价上升。费用上, 公司维持销售费用的谨慎投放, 且由于利息收入和汇兑收益增加, 财务费用大幅减少, 使 1Q 费用率同比下降 4.21pct 至 26.14%。
- 根据农业部数据, 目前生鲜乳价格维持上升趋势, 当前价格同比上升 17%, 全年预计成本方面或有两位数的增长压力, 但通过不断加强奶源管理, 如 2020 年完成对中地乳业的收购、签订长期战略协议等, 公司供应链保障能力提升, 此外, 产品结构的进一步优化也将平滑成本压力。另一方面, 两强发展战略分化, 公司逐渐向健康食品平台型企业转型, 且在成本压力下, 竞争将有所放缓, 费用预计将平稳增长。2020 年

公司直控村级网点数达 109.6 万家，电商收入同比增 55%，电商端常温零售额市占率居首，依托不断下沉的线下渠道和快速增长的新零售市场，有望实现业绩稳健增长。

- 预计 2021-2022 年将分别实现净利润 79.5 亿和 90 亿，分别同比增 12% 和 13%，EPS 分别为 1.31 元和 1.48 元，当前股价对应 PE 分别为 30 倍和 27 倍，维持“买入”投资建议。
- 风险提示：食品安全问题，终端动销不及预期，原奶成本上升超预期

..... 接續下頁 .....

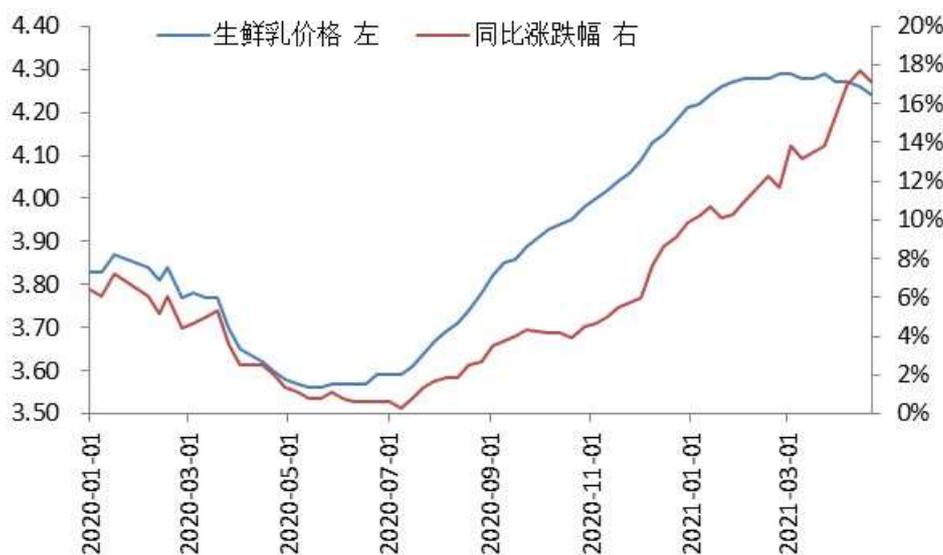
年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021F	2022F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	6440	6934	7078	7950	9005
同比增減	%	7.31	7.67	2.08	12.32	13.27
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.06	1.15	1.16	1.31	1.48
同比增減	%	7.07	8.49	1.19	12.32	13.27
市盈率(P/E)	X	37.03	34.13	33.73	30.03	26.51
股利 (DPS)	RMB 元	0.70	0.81	0.82	0.91	1.04
股息率 (Yield)	%	1.78	2.06	2.09	2.33	2.64

**【投資評等說明】**

**評等定義**

強力買進 (Strong Buy)	潜在上漲空間 $\geq$ 35%
買進 (Buy)	15% $\leq$ 潜在上漲空間 < 35%
區間操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 潜在上漲空間 < 15%
	無法由基本面給予投資評等
中立 (Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

图 1：主产省生鲜乳价格变动单位：元/公斤 %



资料来源：农业部，群益金鼎證券

## 附一：合并損益表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
營業收入	79553	90223	96886	107145	121147
經營成本	49106	56392	61806	68214	76937
營業稅金及附加	531	577	547	597	675
銷售費用	19773	21070	21538	23876	26997
管理費用	2980	4285	4876	5268	5956
財務費用	-60	8	188	113	128
資產減值損失	76			0	0
投資收益	261	545	600	353	330
營業利潤	7691	8280	8558	9579	10697
營業外收入	35	30	49	42	31
營業外支出	148	116	457	183	123
利潤總額	7578	8194	8150	9438	10605
所得稅	1126	1243	1051	1480	1591
少數股東損益	12	17	21	7	9
歸屬於母公司所有者的淨利潤	6440	6934	7078	7950	9005

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
貨幣資金	11051	11325	11695	13838	17473
應收賬款	1101	1616	1616	1778	1956
存貨	5507	7715	7545	8149	8801
流動資產合計	24455	25706	28381	32638	37533
長期股權投資	1909	1961	2903	3048	3200
固定資產	14688	18296	23343	25211	27228
在建工程	2687	6165	5425	4882	4394
非流動資產合計	23151	34755	42774	43629	44502
資產總計	47606	60461	71154	76267	82035
流動負債合計	19171	31432	34768	37352	40111
非流動負債合計	398	2755	5853	6146	6453
負債合計	19569	34187	40622	43498	46564
少數股東權益	122	143	149	150	152
股東權益合計	27916	26131	30384	32769	35471
負債及股東權益合計	47606	60461	71154	76267	82035

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
經營活動產生的現金流量淨額	8625	8455	9852	11786	13326
投資活動產生的現金流量淨額	-5374	-9999	-9043	-7500	-7269
籌資活動產生的現金流量淨額	-10749	-1016	-47	-2143	-2423
現金及現金等價物淨增加額	-7191	-2498	367	2143	3634

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。