

Q1 业绩高弹性，中长期发展规划清晰

投资要点

- 事件:**公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报，2020 年全年实现营收 969 亿元(+7.4%)，实现归母净利润 70.8 亿元(+2.1%)，其中 20Q4 单季度实现营收 231.2 亿元(+7.3%)，实现归母净利润 10.5 亿元(-19.1%)。同时，拟每 10 股派发现金红利 8.20 元(含税)。21Q1，公司实现营收 273.6 亿元(+32.5%)，实现归母净利润 28.3 亿元(+147.7%)，超市场预期。
- 销量增长叠加产品结构升级，多业务协同发展。**2020 年：1、分品类看，液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品分别实现营业收入 761.2 亿元(+3.2%)、128.9 亿元(+28.1%)、61.6 亿元(+9.3%)。疫情带来白奶行业发展新契机，随着消费者健康理念的提升，金典的领导地位将持续巩固；渠道下沉将提升基础白奶的渗透率；产品创新为常温酸奶带来新增长点。发力奶粉业务，婴幼儿奶粉技术实力领先，成人奶粉针对功能营养领域推出新品。2、分渠道看，经销、直营分别实现营业收入 922.6 亿元(+6.3%)、30.8 亿元(+12.3%)。2021Q1：1、分品类看，液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品分别实现营业收入 208.6 亿元(+35.8%)、39.9 亿元(+23.1%)、20.6 亿元(+13.8%)，疫情好转带动业务加速反弹。2、分渠道看，经销、直营分别实现营业收入 259.1 亿元(+31.7%)、10.2 亿元(+30.7%)。经销商开拓方面，截至 2021Q1 末，公司共有经销商 13419 家，净增加 1106 家。
- 20 年毛利率承压，21Q1 盈利能力好转。**2020 年：1、整体毛利率 36%，同比下降 1.4pp，主要由于：1) 疫情期间加大产品促销力度；2) 原奶价格上涨；3) 疫情影响产品结构；4) 毛利率较低的西部乳业全年并表。2、费用率方面：销售费用率 22.2%，同比下降 1.1pp；管理费用率 5%，同比增加 0.3pp；研发费用率 0.5%，保持稳定；财务费用率 0.2%，同比提升 0.2pp。整体净利率 7.4%，同比下降 0.4pp。2021Q1：1、整体毛利率 37.7%，同比提升 0.2pp，疫情好转带动需求恢复，叠加产品结构升级，减缓奶价上行带来的成本压力。2、费用率方面：销售费用率 21.5%，同比下降 3.6pp，促销趋于理性；管理费用率 4.3%，同比下降 0.1pp；研发费用率 0.4%，保持稳定；财务费用率 -0.1%，同比下降 0.4pp。整体净利率 10.4%，同比提升 4.8pp。
- 目标规划清晰，中长期成长确定性较高。**21 年计划实现营业总收入 1070 亿元(+10.9%)，利润总额 93 亿元(+14.1%)。1、海外布局方面，依托新西兰西部乳业、泰国 Chomthana 公司稳步推进海外业务，泰国 2020 年销售额同比增长 68%，印尼工厂主体已完成建设，国内与海外业务加速融合。2、渠道建设方面，开展线上、线下营销整合，推动电商平台建设。20 年电商业务增长 55%，截至 20 年末常温液体乳在电商平台的市占率排名第一，达 28.1%；积极探索新零售渠道，带动业务快速增长。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年归母净利润分别为 81.7 亿元、93.4 亿元、106.3 亿元，EPS 分别为 1.34 元、1.54 元、1.75 元，对应动态 PE 分别为 31 倍、27 倍、24 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格或大幅波动；食品安全风险。

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
 执业证号: S1250513110001
 电话: 023-63786049
 邮箱: zhz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	60.83
流通 A 股(亿股)	59.30
52 周内股价区间(元)	27.89-51.69
总市值(亿元)	2,559.57
总资产(亿元)	838.04
每股净资产(元)	5.49

相关研究

- 伊利股份(600887): 把握需求旺盛机遇，全年目标有望实现 (2020-10-31)
- 伊利股份(600887): Q2 业绩大超预期，利润弹性释放 (2020-08-28)

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	96885.64	108179.08	119258.12	131138.89
增长率	7.38%	11.66%	10.24%	9.96%
归属母公司净利润 (百万元)	7078.18	8171.61	9339.80	10626.36
增长率	2.08%	15.45%	14.30%	13.78%
每股收益 EPS (元)	1.16	1.34	1.54	1.75
净资产收益率 ROE	23.25%	24.00%	23.77%	23.48%
PE	36	31	27	24
PB	8.42	7.55	6.54	5.67

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	96885.64	108179.08	119258.12	131138.89	净利润	7098.94	8174.07	9342.60	10629.55
营业成本	61805.56	67993.21	74475.70	81136.58	折旧与摊销	2442.36	1250.82	1250.82	1250.82
营业税金及附加	546.50	757.25	834.81	917.97	财务费用	188.09	292.94	166.46	103.53
销售费用	21537.60	23799.40	26356.04	29243.97	资产减值损失	-339.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	4876.24	5517.13	6201.42	6950.36	经营营运资本变动	-600.00	-5340.69	548.71	604.95
财务费用	188.09	292.94	166.46	103.53	其他	1061.56	54.41	-52.41	17.14
资产减值损失	-339.31	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	9851.64	4431.55	11256.18	12605.98
投资收益	599.73	0.00	0.00	0.00	资本支出	-4960.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	171.09	0.00	0.00	0.00	其他	-4082.54	1562.21	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-9043.09	1562.21	0.00	0.00
营业利润	8558.23	9819.15	11223.69	12786.48	短期借款	2397.10	-1100.81	-5855.92	0.00
其他非经营损益	-408.38	-202.60	-232.40	-281.13	长期借款	903.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	8149.85	9616.55	10991.29	12505.36	股权融资	559.22	0.00	0.00	0.00
所得税	1050.91	1442.48	1648.69	1875.80	支付股利	0.00	-3539.09	-4085.81	-4669.90
净利润	7098.94	8174.07	9342.60	10629.55	其他	-3906.79	-2231.14	-166.46	-103.53
少数股东损益	20.76	2.45	2.80	3.19	筹资活动现金流净额	-46.56	-6871.04	-10108.19	-4773.43
归属母公司股东净利润	7078.18	8171.61	9339.80	10626.36	现金流量净额	366.85	-877.28	1147.99	7832.56
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	11695.18	10817.91	11965.90	19798.45	成长能力				
应收和预付款项	3164.44	3533.71	3919.70	4271.85	销售收入增长率	7.38%	11.66%	10.24%	9.96%
存货	7545.03	8245.98	9089.76	9885.76	营业利润增长率	3.36%	14.73%	14.30%	13.92%
其他流动资产	5975.93	4637.23	5099.52	5595.28	净利润增长率	2.13%	15.14%	14.30%	13.78%
长期股权投资	2902.82	2902.82	2902.82	2902.82	EBITDA 增长率	9.20%	1.56%	11.25%	11.87%
投资性房地产	520.45	520.45	520.45	520.45	获利能力				
固定资产和在建工程	28759.98	27709.52	26659.07	25608.62	毛利率	36.21%	37.15%	37.55%	38.13%
无形资产和开发支出	1897.34	1751.44	1605.54	1459.64	三费率	27.46%	27.37%	27.44%	27.68%
其他非流动资产	8693.10	8638.63	8584.17	8529.70	净利润率	7.33%	7.56%	7.83%	8.11%
资产总计	71154.26	68757.69	70346.92	78572.56	ROE	23.25%	24.00%	23.77%	23.48%
短期借款	6956.73	5855.92	0.00	0.00	ROA	9.98%	11.89%	13.28%	13.53%
应付和预收款项	14981.15	16484.15	18051.69	19679.78	ROIC	30.11%	27.91%	29.24%	33.71%
长期借款	1375.03	1375.03	1375.03	1375.03	EBITDA/销售收入	11.55%	10.50%	10.60%	10.78%
其他负债	17308.71	10989.93	11610.74	12248.64	营运能力				
负债合计	40621.62	34705.03	31037.47	33303.45	总资产周转率	1.47	1.55	1.71	1.76
股本	6082.62	6082.62	6082.62	6082.62	固定资产周转率	4.65	4.74	5.48	6.33
资本公积	1417.41	1417.41	1417.41	1417.41	应收账款周转率	59.96	63.25	62.42	62.14
留存收益	23540.93	28173.45	33427.45	39383.91	存货周转率	8.02	8.58	8.56	8.54
归属母公司股东权益	30383.91	33901.47	39155.46	45111.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.43%	—	—	—
少数股东权益	148.73	151.19	153.99	157.18	资本结构				
股东权益合计	30532.64	34052.66	39309.45	45269.11	资产负债率	57.09%	50.47%	44.12%	42.39%
负债和股东权益合计	71154.26	68757.69	70346.92	78572.56	带息债务/总负债	29.77%	31.68%	16.55%	15.43%
 	 	 	 	 	流动比率	0.82	0.94	1.19	1.44
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	速动比率	0.60	0.66	0.83	1.08
EBITDA	11188.69	11362.91	12640.97	14140.83	股利支付率	0.00%	43.31%	43.75%	43.95%
PE	36.16	31.32	27.40	24.09	每股指标				
PB	8.42	7.55	6.54	5.67	每股收益	1.16	1.34	1.54	1.75
PS	2.64	2.37	2.15	1.95	每股净资产	5.00	5.57	6.44	7.42
EV/EBITDA	22.11	21.68	18.93	16.37	每股经营现金	1.62	0.73	1.85	2.07
股息率	0.00%	1.38%	1.60%	1.82%	每股股利	0.00	0.58	0.67	0.77

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn