



2021-05-01

公司点评报告

买入/维持

伊利股份(600887)

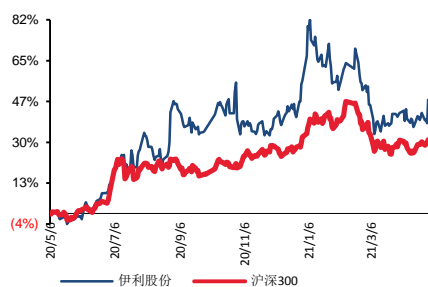
目标价: 58.45

昨收盘: 40.95

日常消费 食品、饮料与烟草

伊利股份(600887) 年报及一季报点评: 提前实现全球乳业前五强, 开局完美应对成本上涨

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	6,083/5,930
总市值/流通(百万元)	249,083/242,843
12 个月最高/最低(元)	51.69/27.89

相关研究报告:

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

证券分析师: 蔡雪昱

电话: 010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517050002

点评事件: 公司 2020 年全年实现营业总收入 968.86 亿元, 同增 7.38%; 营业收入 965.24 亿元, 同增 7.24%; 归母净利润 70.78 亿元, 同增 2.08%; 扣非净利润 66.25 亿元, 同增 5.69%; 经营性现金流净额 98.52 亿元, 同增 16.51%; EPS 为 1.17 元/股; 主营毛利率 35.97%, 同比下滑 1.38pct; 净利率 7.31%, 同比下滑 0.38pct。公司拟每 10 股派现 8.20 元(含税), 分红比例 70.47%。

2020Q4 公司实现营业总收入 231.15 亿元, 同增 7.28%; 营业收入 230.18 亿元, 同增 7.10%; 春节延后, 导致春节备货移至 21Q1, 略影响 Q4 收入增速。归母净利润 10.54 亿元, 同比-19.13%; 扣非净利润 8.18 亿元, 同比-18.56%。单四季度销售毛利率 33.15%, 同比下滑 3.28pct; 净利率 4.56%, 同比下滑 1.49pct。

2021Q1 公司实现营业总收入 273.63 亿元, 同增 32.49%; 营业收入 272.59 亿元, 同增 32.68%; 归母净利润 28.31 亿元, 同增 147.69%; 扣非净利润 26.28 亿元, 同增 92.04%; 销售毛利率 37.95%, 同比提升 0.16pct; 净利率 10.35%, 同比提升 4.81pct。

一、2020 年收入基本达成经营计划, 常温奶市占率/渗透率均进一步提升

2020 年公司实现营业总收入 968.86 亿元, 同增 7.38%; 公司年初经营计划 970 亿元基本达成。其中, 液体乳收入 761.23 亿元, 同增 3.20%; 奶粉及奶制品收入 128.85 亿元, 同增 28.15%; 冷饮收入 61.58 亿元, 同增 9.35%; 其他产品收入 1.79 亿元, 同增 193.03%。奶粉及奶制品收入增速高, 销售占比提升至 13.30%, 同比提升 2.10pct。液态奶中, 我们预计疫情后健康诉求提升、纯奶增长较好, 休闲属性更强的酸奶消费场景受到影响, 估计常温酸持平, 低温酸仍有下滑, 乳饮料下滑较大。

公司实现营业收入 965.24 亿元, 同增 7.24%。营业收入增长归因, 主

因销量(+5.64%)，其次结构升级(+1.82%)、售价变动(-1.54%)。液体乳的收入增长来自销量(+3.21%)、产品结构升级(+1.35%)、售价变动(-1.45%)；奶粉及奶制品的收入增长来自销量(+20.24%)、产品结构升级(+4.42%)、售价变动(-2.69%)；冷饮的收入增长来自销量(+6.40%)、产品结构升级(+2.63%)、售价变动(-0.47%)。公司自2019年8月起合并westland、贡献奶粉及奶制品业务的较快增长。

2020年常温奶市占率38.6%，同比提升1.0pct；低温奶市占率14.8%，奶粉市占率6%，同比持平。其中，有机液体乳市占率高达50.6%，常温酸市占率提升3.2pct至63.1%，成人粉市占率24.3%、位列行业第一。“金典”“安慕希”“畅轻”“金领冠”“巧乐兹”等伊利重点产品的销售收入同增9.6%，其中，金典全年增长双位数以上的较快增长、位居高端白奶行业第一，常温酸下半年恢复势头良好、全年稳中有增，优酸乳收入过百亿。公司液体乳业务零售额比上年同期增长12.7%，其中有机液体乳零售额同比增长35.1%，市占率达50.6%，在对应的细分市场中位居首位。产品创新方面，公司新品销售收入占比16.0%；“伊利”奶酪系列产品、“金典”低温牛奶、配方升级后的“金领冠”婴幼儿配方奶粉等业务实现良好发展，成为公司新的业绩增长点。

截止20年底，公司常温液态乳的市场渗透率84.7%，同比提升0.4pct。渠道方面，线下为抓住乡镇市场业务发展机遇，公司服务的乡镇村网点近109.6万家，同增5.5%。线上电商业务收入同比增加55.0%，根据星图公司的调研数据，公司常温液体乳在电商平台的零售额市占率28.1%，位居电商平台常温液体乳细分市场首位。

二、2020年业绩圆满达成股权激励考核目标

2020年公司主营业务毛利率35.97%，同比下滑1.38pct。分产品看，液体乳毛利率34.05%，同比下滑1.15pct；奶粉及奶制品毛利率42.90%，同比下滑5.22%；冷饮产品毛利率48.66%，同比提升2.15pct；其他产品毛利率33.82%，同比下滑0.99pct。公司毛利率小幅下滑的主要原因包括：1)上半年疫情影响加大买赠追赶新鲜度、下半年成本端上行影响，全年原奶涨幅4~5%；2)并表西部乳业导致奶粉毛利率拉低，2020年剔除西部毛利率下降0.4个百分点。2020年公司全年销售费用率22.23%，同比下滑0.38pct；毛销差减少0.26pct。广告营销费绝对值下降0.39%、费用率11.35%、下降0.89pct，和去年疫情线上费用调减至线下有关。公司管理费用率5.03%，同比上升0.28pct，

增长较多主因职工薪酬+34.82%，以及股权激励费用 5.65 亿元摊销的影响。财务费用 1.88 亿元+2250.50%，财务费用率 0.194%+0.185pct，主要系短期借款带来利息支出增加以及汇兑净损失增加。

单四季度毛利率 33.15%，同比下滑 3.28pct，Q4 原奶价格上涨加剧至两位数以及春节时间错配生产节奏以及产品结构的影响。费用方面，四季度销售费用率 21.01%，同比下滑 1.36pct，较全年费用率较低；毛销差 12.14%，同比下滑 1.92pct；管理费用率 6.56%，同比上升 0.48pct。归母净利润 10.54 亿元，同比-19.13%；净利率 4.56%，同比下滑 1.49pct。

2020 年公司归母净利润 70.78 亿元，同增 2.08%；扣非净利润 66.25 亿元，同增 5.69%。还原 5.65 亿摊销的股权激励费用，扣非扣费归母净利润为 71.17 亿、较 18 年基年增长 21.08%，较股权激励 18%的增长目标圆满完成，同口径较 19 年增长 11.15%。且净资产收益率高于 15%、分红比例 70.47%，满足第二个解除限售期的解锁条件。

三、Q1 除去低基数因素、液体乳获得双位数增长，提价减促提结构较好应对成本上涨

2021Q1 公司实现营业收入 272.59 亿元，较 20 年和 19 年同期分别增长 32.68%、18.3%，增速较快。其中液体乳收入 208.61 亿元，奶粉及奶制品收入 39.89 亿元，冷饮收入 20.62 亿元，分别同增 35.82%、23.08%、13.82%，其他产品 0.22 亿元，同比下滑 49.83%。对比 2019 年 Q1 较为正常的基数，液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品分别增长 10.03%、56.29%、37.52%，液体乳较去年下半年进一步恢复至两位数增长。产品方面，今年一季度金典、安慕希超过 30%的增长，我们预计全年安慕希将实现高个位数、甚至双位数的增长，纯奶类产品继续保持强劲势头，金典、安慕希、母品牌均有望实现 200 亿+规模；另外，婴幼儿奶粉市场份额同比提升 1.5pct 至 7.1%。

2021Q1 公司应收票据及应收账款周转天数 6.6 天，存货周转天数 41.8 天；报告期末预收款（合同负债）37.3 亿元，同比增长 9.06%。2021Q1 销售商品、提供劳务收到现金 267.40，同增 35.56%，和收入增速基本吻合，报表质量比较健康。经营性现金流净额 11.22 亿元，同增 142.28%。受益于需求快速增长和去年的低基数，一季报运营效率和现金流状况超预期。

今年 Q1 销售毛利率 37.95%，同比提升 0.16pct，同期行业原奶均价同

比上涨 11.80%，我们预计今年全年原奶将维持高个位数的增长。今年开年原奶延续去年四季度上涨迅猛态势，低温产品盈利能力应对此种幅度的成本上涨压力更大，因此低温产品部分在 12 月涨价，主要围绕低温酸奶中品牌力较强的核心产品。另外，鲜奶也通过技术包装升级的方式进行提价。常温白奶类产品包括金典、母品牌纯牛奶和高钙奶、早餐奶等，在需求较好、成本上涨的背景下，促销回归理性，主要通过结构优化和理性促销去缓解成本压力。此外高毛利率奶粉产品占比提升等多种因素带动 Q1 毛利率稳中有升。销售费用率 21.55%，同比下滑 3.64pct，主因去年费用前置、追赶产品新鲜度，今年费用投放节奏正常所致，毛销差 16.40%，同比提升 3.80pct，提价+结构提升+成本上行阶段竞争趋于理性推动今年 Q1 同比 19 年 Q1 的毛销差提升 0.38pct。

Q1 管理费用率下降 0.13 个点，财务费用同比-137.16%，主因利息收入及汇兑收益增加。所得税率提高 3.46 个点至 16.9%主因利润大幅增加。我们还还原股权激励费用的影响，20 年 Q1 股权激励费用税前影响 1 亿、今年 Q1 税前影响 8-9 千万，扣非扣费后的归母净利润分别同比 20 年和 19 年的增速为 85.3%、23.6%。净利率 10.35%，同比提升 4.81pct，较 19Q1 提升 0.51pct。

盈利预测与评级：

2021 年公司计划实现营业总收入 1,070 亿元，利润总额 93 亿元，对应增速分别为 10.4%、14.11%，给出利润快于收入的指引。考虑 21Q1 已实现总收入 273.63 亿元、归母净利润 28.31 亿元，公司 21Q2-Q4 收入仅需同比增加 4.47%、归母净利润下滑-14.51%即可达成经营目标，同时测算如果达成经营计划的利润指标，也可以满足股权激励的第三个解除限售期的解锁条件。我们认为这仅是公司要达成的下线。从目前各大单品规划及其他产品的恢复情况来看，我们预计今年收入或将达到 1095.3 亿，一季度原奶大幅上涨当下看由提价结构提升及理性促销覆盖后还有盈余，我们认为按照今年全年原奶上涨幅度判断，原奶上涨节奏是前高后低。纯奶需求强劲、增速中枢上行，原奶上行周期下，竞争持续趋于理性是大概率事件。预计全年收入、归母净利润增速分别为 13.04%、24.38%。由公司未来五年规划，2025 年进入全球乳业前三，年化收入增速要达到双位数，判断明后年收入、利润增速分别为 12%/15.64%，11%/16%。给与一年目标价 58.45 元，对应明年 PE35 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原奶价格波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	968.9	1095.3	1226.71	1361.65
同比增长	7.38%	13.04%	12.00%	11.00%
净利润(百万元)	70.78	88.08	101.81	118.10
同比增长	2.08%	24.38%	15.64%	16.00%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.45	1.67	1.94
PE	35.19	28.29	24.47	21.09

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。