

开局靓丽 全年可期

——伊利股份（600887）2020 年年报及 2021 年一季报点评

分析师： 刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2021 年 5 月 4 日

食品饮料——乳制品

证券分析师

刘瑀

022-23861670

liuyu@bhqz.com

评级：

增持

上次评级：

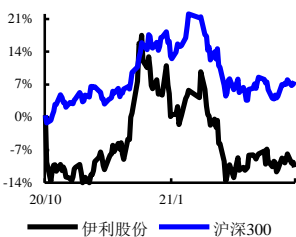
增持

目标价格：

最新收盘价：

40.95

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《原奶价格持续上涨 龙头企业强者恒强——伊利股份（600887）深度报告》

2021/3/12

投资要点：

● 公司业绩略超预期

公司于近日发布 2020 年年度报告及 2021 年第一季度报告。2020 年公司实现营业收入 968.86 亿元，同比增长 7.38%；实现扣非后归母净利润 66.25 亿元，同比增长 5.69%，符合市场预期。其中，2020Q4 实现营业收入 231.15 亿元，同比增长 7.28%；实现扣非后归母净利润 8.18 亿元，同比下降 18.56%。2021 年第一季度，公司实现营业收入 273.63 亿元，同比增长 32.49%，较 2019 年同期增长 18.30%；实现扣非后归母净利润 26.28 亿元，同比增长 92.04%，较 2019 年同期增长 20.44%，整体略超预期。

● 销量增长需求强劲

从营收构成看，2020 年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品系列分别实现营业收入 761.23/128.85/61.58 亿元，分别同比增长 3.20%/28.15%/9.35%。从收入归因看，销量/结构/价格分别贡献 6.2%/2.0%/-1.7%，销量成为去年营收正增长的主要因素。2021Q1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品系列分别实现营业收入 208.61/39.89/20.62 亿元，分别同比增长 35.8%/23.1%/13.8%。今年春节期间动销旺盛以及消费者在后疫情时期对乳制品的需求增加，加之经济持续复苏，促使公司营收稳健增长。此外，疫情促使龙头企业市场集中度进一步走高，公司液体乳零售市占率同比提高 0.9 个百分点至 33.3%。

● 成本高企竞争趋缓

2020 年，公司销售毛利率/净利率分别为 35.97%/7.35%，同比变动 -1.38pct/-0.37pct，主因疫情以及上游原奶价格走高所致。其中，2020Q4 销售毛利率/净利率分别为 32.87%/4.58%，环比变动 -1.85pct/-4.16pct，或与原奶价格快速上涨以及春节备货后移导致产品结构倾向基础白奶有关。2021Q1，销售毛利率/净利率分别为 37.71%/10.37%，环比提高 4.84pct/5.79pct，去年年底公司部分产品提价使得盈利能力有所提高。2020Q4/2021Q1 毛销差分别为 11.86%/16.16%，毛销差的走高印证我们此前观点，在上游成本上涨前提下，龙头企业竞争格局趋于良性。

● 投资建议

公司作为我国乳制品行业的龙头企业，有着强大的规模和品牌优势。在上游原奶上涨的趋势之下，行业竞争趋缓，企业通过持续调整产品结构以及控制费用投放抵御成本冲击。而由于疫情的影响，国民健康意识不断增强，乳制品消费需求预计持续温和增长，公司必将分享行业红利。综上，我们上调盈利预测，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.48/1.77/2.04 元，继续给予公司“增持”的投资评级。

● 风险提示

疫情出现反复，食品安全风险，宏观经济下行。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	90,223	96,886	109,653	124,194	139,656
(+/-)%	13.4%	7.4%	13.2%	13.3%	12.4%
经营利润 (EBIT)	7,405	7,633	9,428	10,986	12,471
(+/-)%	9.9%	3.1%	23.5%	16.5%	13.5%
归母净利润	6,934	7,078	8,997	10,764	12,422
(+/-)%	7.7%	2.1	27.1%	19.6%	15.4%
每股收益 (元)	1.14	1.16	1.48	1.77	2.04

表：三张表及主要财务指标

资产负债表						利润表 (百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	11,325	11,695	11,935	20,793	30,003	营业收入	90,223	96,886	109,653	124,194	139,656
应收账款及票据	1,837	1,759	2,034	2,325	2,594	营业成本	56,392	61,806	68,533	77,746	87,145
预付账款	1,157	1,290	1,523	1,671	1,885	营业税金及附加	577	547	665	742	831
其他应收款	195	115	180	196	214	销售费用	21,070	21,538	24,991	27,957	31,633
存货	7,715	7,545	8,589	9,808	10,911	管理费用	4,285	4,876	5,461	6,117	6,851
其他流动资产	2,783	4,291	4,291	4,291	4,291	研发费用	495	487	574	647	725
流动资产合计	25,706	28,381	30,238	40,769	51,583	财务费用	8	188	311	26	-200
长期股权投资	1,961	2,903	2,903	2,903	2,903	资产减值损失	-241	-339	-20	-20	-20
固定资产合计	18,296	23,343	23,603	23,819	24,049	信用减值损失	-61	12	0	0	0
无形资产	1,409	1,536	1,438	1,352	1,262	其他收益	588	676	792	873	989
商誉	528	362	362	362	362	投资收益	545	600	620	732	819
长期待摊费用	679	545	545	545	545	公允价值变动收益	78	171	0	0	0
其他非流动资产	3,151	2,952	2,952	2,952	2,952	资产处置收益	-25	-6	-22	-21	-23
资产总计	60,461	71,154	71,173	80,334	90,289	营业利润	8,280	8,558	10,487	12,523	14,436
短期借款	4,560	6,957	0	0	0	营业外收支	-86	-408	0	0	0
应付票据及账款	10,801	11,636	12,947	14,704	16,463	利润总额	8,194	8,150	10,487	12,523	14,436
预收账款	6,020	6,056	3,450	3,335	3,340	所得税费用	1,243	1,051	1,466	1,730	1,980
应付职工薪酬	2,420	2,713	3,069	3,435	3,864	净利润	6,951	7,099	9,021	10,793	12,456
应交税费	397	632	600	701	801	归属于母公司所有者的净利润	6,934	7,078	8,997	10,764	12,422
其他流动负债	3,069	2,814	2,814	2,814	2,814	少数股东损益	17	21	23	29	34
长期借款	3,541	4,189	4,189	4,189	4,189	基本每股收益	1.14	1.16	1.48	1.77	2.04
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	34,187	40,622	36,486	40,329	43,910	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股东权益	26,274	30,533	34,687	40,006	46,379	营收增长率	13.4%	7.4%	13.2%	13.3%	12.4%
						EBIT 增长率	9.9%	3.1%	23.5%	16.5%	13.5%
						净利润增长率	7.7%	2.1%	27.1%	19.6%	15.4%
						销售毛利率	37.5%	36.2%	37.5%	37.4%	37.6%
						销售净利率	7.7%	7.3%	8.2%	8.7%	8.9%
						ROE	26.5%	23.3%	26.1%	27.0%	26.9%
						ROIC	19.0%	15.3%	20.0%	20.6%	20.6%
						资产负债率	56.5%	57.1%	51.3%	50.2%	48.6%
						PE	27.14	38.13	27.68	23.14	20.05
						PB	7.20	8.88	7.22	6.26	5.40
						EV/EBITDA	19.67	26.91	21.62	18.25	15.73
现金流量表											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
净利润	6,951	7,099	9,021	10,793	12,456						
折旧与摊销	1,958	2,442	1,819	1,850	1,840						
经营活动现金流净额	8,455	9,852	12,047	14,532	15,908						
投资活动现金流净额	-9,999	-9,043	598	211	-204						
筹资活动现金流净额	-1,016	-47	-12,404	-5,885	-6,494						
现金净变动	-2,498	367	240	8,858	9,211						
期初现金余额	13,565	11,067	11,695	11,935	20,793						
期末现金余额	11,067	11,434	11,935	20,793	30,003						

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn