

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

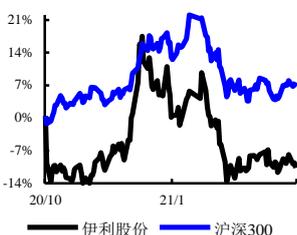
上次评级：

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