

2021年06月01日

证券分析师 于芝欢

执业证号：S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

动销良好，费投减弱，积极关注催化 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	96,886	109,481	121,524	134,284
同比（%）	7.4%	13.0%	11.0%	10.5%
归母净利润（百万元）	7,078	8,248	9,850	11,284
同比（%）	2.1%	16.5%	19.4%	14.6%
每股收益（元/股）	1.16	1.36	1.62	1.86
P/E（倍）	34.80	29.86	25.00	21.83

事件

我们近期持续跟踪调研乳制品行业，反馈如下：疫情后白奶需求提升趋势延续，Q2以来渠道动销顺畅，五一期间买赠加大促进动销进一步优化，节后库存略微提升，仍保持良性水平；上游原奶供需偏紧下，线下促销力度显著减弱。

投资要点

■ **Q2以来动销良好，库存良性，竞争缓和趋势不变。**根据渠道，4月以来动销保持良性，常温白奶（金典）、安慕希均取得较好增长，奶粉销售份额持续提升，五一期间针对基础白奶、金典、安慕希及部分新品（如有机、梦幻盖、臻浓等）进行了立减买赠活动，动销进一步优化，库存亦保持在良好水平。费投方面，上游原奶供需持续偏紧，根据渠道，21Q2费用投放程度低于18、19年同期，与20Q2同期相比略高，整体看，竞争程度较往年缓和趋势不变。

■ **21年收入利润诉求更均衡，积极关注公司战略调整及内部优化。**公司规划21年实现营收/利润总额1070/93亿，分别同比+10.4%/14.1%，对收入/利润诉求更为均衡，Q2进度稳步推进下，我们预计21年目标可顺利完成。同时，伊利正积极推进战略调整，一方面，疫情后白奶需求提升，公司持续推进产品结构优化，另一方面，值国产奶粉销售份额提升红利期，对奶粉业务支持力度持续加大，如全面升级金领冠，推有机粉、羊奶粉、A2等高端新品，及加强母婴、电商渠道合作，当前奶粉渠道调整基本到位；此外，对高成长业务在产品结构升级、团队配置、渠道拓展上倾斜更多资源，如奶酪业务事业部正加速跑马圈地招募销售人员，矿泉水、植选等在产品推广、终端铺设、渠道推动上加大力度。

■ **当前估值具备相当的安全边际，催化即将到来。**当前市值对应21年不到30x PE，处历史估值中枢较低位置，同时在食品饮料板块中估值性价比亦逐步凸显，考虑公司龙头地位持续稳固、竞争趋缓费投减少、高盈利业务占比提升，预计中长期公司盈利中枢将保持抬升。短期看，即将迈过高基数月份，迎来H2旺季，动销提升、费投优化等催化将拉升估值。

■ **盈利预测与投资评级：当前估值具备相当安全边际，板块内估值性价比逐步凸显，基本面催化即将展开，维持“买入”评级，给予目标价56.7元。**中期视角下，原奶成本上行，行业竞争趋缓，长期看，公司通过上游原奶控制、终端渠道强化布局、多元化产品储备，坚定迈向大健康综合食品平台。我们给予21-23年EPS预测为1.36/1.62/1.86元，给予22年35倍PE，目标价56.7元，维持“买入”评级。

风险提示：需求恢复不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上行

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.49
一年最低/最高价	27.55/51.85
市净率(倍)	7.27
流通 A 股市值(百万元)	236735.06

基础数据

每股净资产(元)	5.49
资产负债率(%)	59.13
总股本(百万股)	6082.62
流通 A 股(百万股)	5930.24

相关研究

- 1、《伊利股份（600887）：增长回归稳健，战略布局长远》2020-10-31
- 2、《伊利股份（600887）：环比大幅改善，业绩超预期》2020-08-30
- 3、《伊利股份（600887）：疫情下积极迎战，吹尽狂沙始到金》2020-04-30

伊利股份三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	28,381	33,172	37,128	41,307	营业收入	96,886	109,481	121,524	134,284
现金	11,695	14,690	16,969	19,374	减:营业成本	61,806	69,630	76,560	84,062
应收账款	1,759	1,988	2,207	2,438	营业税金及附加	547	602	668	739
存货	7,545	8,500	9,346	10,262	营业费用	21,538	24,458	27,343	30,214
其他流动资产	7,258	7,914	8,551	9,201	管理费用	4,876	5,534	6,076	6,714
非流动资产	42,774	44,786	47,444	49,894	研发费用	487	580	668	739
长期股权投资	2,903	2,903	2,903	2,903	财务费用	188	80	85	90
固定资产	23,343	28,479	33,951	39,414	资产减值损失	-339	-113	-83	-143
在建工程	5,425	4,684	3,944	3,204	加:投资净收益	771	865	974	1,054
无形资产	1,536	1,663	1,790	1,917	其他收益	859	865	961	1,014
其他非流动资产	9,567	7,057	4,857	2,457	资产处置收益	-6	-11	-12	-13
资产总计	71,154	77,958	84,573	91,202	营业利润	8,558	9,994	11,755	13,430
流动负债	34,768	39,069	43,025	47,204	加:营业外净收支	-408	-375	-343	-314
短期借款	6,957	6,957	6,957	6,957	利润总额	8,150	9,618	11,411	13,116
应付账款	11,636	13,109	14,413	15,826	减:所得税费用	1,051	1,350	1,536	1,803
其他流动负债	16,176	19,003	21,655	24,421	少数股东损益	21	21	25	28
非流动负债	5,853	5,853	5,853	5,853	归属母公司净利润	7,078	8,248	9,850	11,284
长期借款	1,375	1,375	1,375	1,375	EBIT	7,633	8,676	10,208	11,817
其他非流动负债	4,478	4,478	4,478	4,478	EBITDA	10,075	12,993	14,954	17,198
负债合计	40,622	44,922	48,878	53,057	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	149	169	194	222	每股收益(元)	1.16	1.36	1.62	1.86
归属母公司股东权益	30,384	32,866	35,501	37,922	每股净资产(元)	5.00	5.34	5.71	6.04
负债和股东权益	71,154	77,958	84,573	91,202	发行在外股份(百万股)	6,083	6,083	6,083	6,083
					ROIC(%)	15%	16%	18%	20%
					ROE(%)	23%	25%	28%	31%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	36%	36%	37%	37%
经营活动现金流	9,457	14,493	16,182	18,274	销售净利率(%)	7%	8%	8%	8%
投资活动现金流	-9,043	-5,321	-6,331	-6,723	资产负债率(%)	57%	58%	58%	58%
筹资活动现金流	-47	-6,177	-7,572	-9,145	收入增长率(%)	7%	13%	11%	11%
现金净增加额	367	2,994	2,279	2,406	净利润增长率(%)	2%	17%	19%	15%
折旧和摊销	2,442	4,317	4,746	5,381	P/E	34.80	29.86	25.00	21.83
资本开支	-6,500	-6,720	-7,329	-7,801	P/B	8.11	7.58	7.10	6.70
营运资本变动	172	1,877	2,097	2,163	EV/EBITDA	24.57	18.82	16.20	13.95

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>