

2021年08月30日

# 伊利股份 (600887.SH)

## 公司快报

### Q2 收入利润略超预期 千亿目标有望顺利实现

**事件:** 伊利股份发布 2021 年中报, 21H1 公司实现营业总收入 565.06 亿元, 同比增长 18.89%; 归属母公司净利润 53.22 元, 同比增长 42.48%。21Q2 实现营业总收入 291.43 亿元, 同比增长 8.40%; 归属母公司净利润 24.91 亿元, 同比下降 3.91%, 略超市场预期。

#### 投资要点

◆ **H1 收入实现稳增, 奶粉增速为亮点。** 21H1/Q2 公司实现营收 565.06/291.43 亿元, 同比+18.9%/8.4%。1、**从产品端看,** 21H1 液体乳实现营收 424.07 亿元, 同比+19.6%, 奶粉及奶制品营收 76.27 亿元, 同比+14.8%, 冷饮产品营收 55.38 亿元, 同比+13.8%。单季度看, 21Q2 液体乳营收 215.47 亿元, 同比+7.3%, 奶粉及奶制品营收 36.38 亿元, 同比+14.8%, 冷饮产品营收 34.76 亿元, 同比+13.8%。上半年液体乳、奶粉及奶制品、冷饮收入占比分别为 75.0%/13.5%/9.8%。同比+0.5/-0.5/-0.4pcts, 液态奶收入占比略有提高, 奶粉业务实现高增。**2、从市场端看,** 根据公司公告, 尼尔森数据显示, 上半年整体液态奶行业实现增速约 9%, 公司液态奶市场零售额份额同比+0.7pcts, 稳居市场第一; 其中常温白奶上半年实现 30%以上增长, 常温酸奶安慕希实现 10%以上增长; 低温牛奶市场份额同比+5.7pcts; 奶酪业务市场零售额同比增长 2 倍以上, 份额同比+6.7 pcts; 婴幼儿配方奶粉实现 20%以上增长, 其中羊奶粉、有机奶粉实现翻倍增长, 市场零售额份额同比+0.9pcts。

◆ **原奶成本上升背景下, 毛利率短期承压。** 21H1/Q2 公司毛利率分别为 37.64%/37.35%, 同比-0.77/-1.53pcts, 主要系原奶价格持续上行, 成本端承压。其中 21H1 液体乳毛利率 35.0%, 同比+0.03pcts, 奶粉及奶制品毛利率 43.2%, 同比-2.7pcts。费用方面, 21H1 公司销售费用率/管理费用率分别为 21.99%/4.44%, 同比-1.83/-0.02pcts, 21H1 净利率为 9.42%, 同比+1.56pcts。21Q2 公司销售费用率/管理费用率分别为 22.40%/4.57%, 同比-0.35/+0.09pcts, 21Q2 净利率为 8.55%, 同比-1.10pcts。在原奶成本上升背景下, 公司通过产品结构优化及减少买赠等方式消化部分成本上涨的压力, 盈利能力有望逐步恢复。

◆ **下半年消费逐步恢复, 全年目标有望顺利实现。** 三季度为传统中秋旺季, Q3 白奶需求有望保持良好态势, 同时常温酸奶伴随疫情后消费场景逐步打开, 有望保持较好增速。我们预计下半年原奶价格仍处于温和上涨阶段, 公司作为行业龙头, 公司携手相关乳业公司, 更好控制成本波动压力, 全年收入目标有望实现顺利。

◆ **投资建议:** 中长期公司产品化平台(比标国际乳企, 积极拓展奶粉奶酪、健康饮品等新领域)、国际化平台(实现资源、市场、研究国际化)、渠道影响力(继续秉承公司扁平化、精细化渠道建设)、和品牌影响力(目标世界乳企龙头)优势依旧。在此背景下, 看好伊利在新的发展阶段谋求新发展的战略措施, 竞争优势和整合实力将会得到进一步提升, 稳步实现“2025 年全球乳业前三, 2030 年全球乳业第一”中远期战略目标。我们预测 2021-2023 年营业收入分别为 1086.41/1200.64/1322.35 元, 同比增长 12.6%/10.5%/10.1%。归母净利润

| III

投资评级

买入-A(维持)

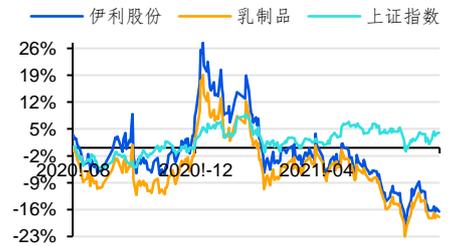
股价(2021-08-30)

33.13 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	201,502.54
流通市值(百万元)	196,468.75
总股本(百万股)	6,082.18
流通股本(百万股)	5,930.24
12 个月价格区间	30.90/51.85 元

#### 一年股价表现



资料来源: WIND 数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.19	-14.57	-20.3
绝对收益	-0.78	-16.58	-16.64

#### 分析师

 周蓉  
 SAC 执业证书编号: S0910520030001  
 zhourong@huajinsc.cn

#### 分析师

 陈振志  
 SAC 执业证书编号: S0910519110001  
 chenchenzhi@huajinsc.cn  
 021-20377051

#### 相关报告

伊利股份: 定增拟扩建产能, 积极布局全球乳企前三 2021-06-07

伊利股份: 全年目标顺利实现, 21 年业绩弹性可期 2021-04-29

伊利股份: 双节旺季三季度恢复高增 全年目标实现确定性强 2020-10-30

伊利股份: 二季度核心业务恢复增长 全年目标有望顺利实现 2020-08-28

伊利股份: 上游原奶布局加速, 增强公司中长期竞争力 2020-08-04

86.01/101.12/116.51 亿元，同比增长 21.5%/17.6%/15.2%。对应 EPS 1.41/1.66/1.92 元，维持“买入-A”投资评级。

◆ **风险提示：**食品安全问题；行业竞争加剧风险；疫情反复市场波动风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑；海外业务进展不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,009	96,524	108,641	120,064	132,235
YoY(%)	14.0	7.2	12.6	10.5	10.1
净利润(百万元)	6,934	7,078	8,601	10,112	11,651
YoY(%)	7.7	2.1	21.5	17.6	15.2
毛利率(%)	37.3	36.0	37.2	37.4	37.5
EPS(摊薄/元)	1.14	1.16	1.41	1.66	1.92
ROE(%)	26.5	23.3	22.0	22.1	21.4
P/E(倍)	29.1	28.5	23.4	19.9	17.3
P/B(倍)	7.7	6.6	5.2	4.4	3.7
净利率(%)	7.7	7.3	7.9	8.4	8.8

数据来源：WIND 数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	25706	28381	43699	42354	58095	<b>营业收入</b>	90009	96524	108641	120064	132235
现金	11325	11695	24447	23194	36188	营业成本	56392	61806	68184	75159	82663
应收票据及应收账款	1837	1759	2289	2185	2742	营业税金及附加	577	547	615	680	749
预付账款	1157	1290	1464	1579	1773	营业费用	21070	21538	23901	26174	28695
存货	7715	7545	9290	9267	11143	管理费用	4285	4876	5330	5978	6536
其他流动资产	3671	6091	6210	6128	6249	研发费用	495	487	548	606	667
<b>非流动资产</b>	34755	42774	44810	46386	48002	财务费用	8	188	266	-34	-314
长期投资	1961	2903	4041	5208	6394	资产减值损失	-241	-339	0	0	0
固定资产	18296	23343	24801	25650	26278	公允价值变动收益	78	171	62	78	97
无形资产	1409	1536	1596	1667	1852	投资净收益	545	600	385	448	494
其他非流动资产	13090	14992	14372	13862	13479	<b>营业利润</b>	8280	8558	10244	12027	13830
<b>资产总计</b>	60461	71154	88510	88740	106097	营业外收入	30	49	50	41	42
<b>流动负债</b>	31432	34768	44505	38980	48813	营业外支出	116	457	212	233	255
短期借款	4560	6957	6957	6957	6957	<b>利润总额</b>	8194	8150	10081	11834	13617
应付票据及应付账款	10801	11636	13117	14168	15841	所得税	1243	1051	1463	1699	1939
其他流动负债	16071	16176	24431	17856	26016	<b>税后利润</b>	6951	7099	8618	10135	11679
<b>非流动负债</b>	2755	5853	4854	3835	2816	少数股东损益	17	21	16	23	28
长期借款	1971	5137	4138	3119	2100	<b>归属母公司净利润</b>	6934	7078	8601	10112	11651
其他非流动负债	784	716	716	716	716	EBITDA	10219	11002	12592	14493	16423
<b>负债合计</b>	34187	40622	49359	42816	51630	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	143	149	165	188	216	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	6096	6083	6083	6083	6083	<b>成长能力</b>					
资本公积	844	1417	1417	1417	1417	营业收入(%)	14.0	7.2	12.6	10.5	10.1
留存收益	21534	23541	26040	28979	32366	营业利润(%)	7.7	3.4	19.7	17.4	15.0
归属母公司股东权益	26131	30384	38985	45736	54251	归属于母公司净利润(%)	7.7	2.1	21.5	17.6	15.2
<b>负债和股东权益</b>	60461	71154	88510	88740	106097	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	37.3	36.0	37.2	37.4	37.5
						净利率(%)	7.7	7.3	7.9	8.4	8.8
						ROE(%)	26.5	23.3	22.0	22.1	21.4
						ROIC(%)	21.1	17.1	16.8	17.5	17.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	56.5	57.1	55.8	48.2	48.7
						流动比率	0.8	0.8	1.0	1.1	1.2
						速动比率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
						应收账款周转率	57.7	53.7	53.7	53.7	53.7
						应付账款周转率	5.7	5.5	5.5	5.5	5.5
						<b>估值比率</b>					
						P/E	29.1	28.5	23.4	19.9	17.3
						P/B	7.7	6.6	5.2	4.4	3.7
						EV/EBITDA	19.3	18.5	15.0	13.1	10.7

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	8455	9852	17873	6972	21043
净利润	6951	7099	8618	10135	11679
折旧摊销	1958	2442	2478	2832	3188
财务费用	8	188	266	-34	-314
投资损失	-545	-600	-385	-448	-494
营运资金变动	-761	-450	6958	-5435	7081
其他经营现金流	845	1172	-62	-78	-97
<b>投资活动现金流</b>	-9999	-9043	-4068	-3883	-4212
<b>筹资活动现金流</b>	-1016	-47	-1054	-4342	-3837

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.16	1.41	1.66	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.62	2.94	1.15	3.46
每股净资产(最新摊薄)	4.30	5.00	6.41	7.52	8.92

资料来源: WIND 数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)