

公司点评

伊利股份 (600887)

食品饮料 | 食品加工

多措并举对冲成本压力, Q2 平稳过渡彰显龙头韧性

2021年08月31日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 39-48元

交易数据

当前价格(元)	33.13
52周价格区间(元)	30.90-51.85
总市值(百万)	201502.54
流通市值(百万)	196468.75
总股本(万股)	608217.76
流通股(万股)	593023.71

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
伊利股份	1.86	-16.13	-21.72
沪深300	-0.12	-8.41	-7.78

杨甫
执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

分析师
0731-84403345

研究助理
0731-84403490

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90009	96524	109940	123936	139301
归母净利(百万元)	6934	7078	8781	10358	11973
每股收益(元)	1.14	1.16	1.44	1.70	1.97
每股净资产(元)	4.30	5.00	5.49	6.08	6.75
P/E	29.06	28.47	22.95	19.45	16.83
P/B	7.71	6.63	6.03	5.45	4.90

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- ▶ **事件:** 公司发布 2021 年半年报, 2021H1 公司实现营业总收入 565.06 亿元, 同增 18.89%, 归母净利润 53.22 亿元, 同增 42.48%。Q2 单季度公司实现营业总收入 291.43 亿元, 同增 8.43%, 归母净利润 24.91 亿元, 同降 3.91%, Q2 业绩增速略超市场预期。
- ▶ **乳品主业健康增长, 大单品表现出色, 高基数下 Q2 增速有所回落。** 分产品看, 2021H1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品的收入分别为 424.07/76.27/55.38 亿元, 分别同比+19.65%/+14.83%/+13.80%, 领先于各细分行业增速。金典、安慕希、畅轻、金领冠、巧乐兹等重点产品收入同增 20.7%, 大单品持续表现优异; 金典 A2 β -酪蛋白有机纯牛奶、伊利臻浓牛奶高钙、畅轻蔗糖减半果茶酸奶、QQ 星儿童成长配方羊奶粉等新品增长快于整体, 新品收入占比达到 15.6%, 较去年同期提升 0.3pct, 公司产品创新能力持续显现。报表端, 2021H1 经营性净现金流同比+70.26%, 其中销售收现同比+21.03%; 应收票据及应收账款同比-5.47%, 预收账款+合同负债同比+18.37%, 存货同比-6.01%, 反映动销良好, 销售回款质量较高。Q2 单季度公司实现营业总收入 291.43 亿元, 在去年同期 22.49% 的高增速基础上同比增长 8.43%, 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品的收入分别为 215.47/36.38/34.76 亿元, 同比 +7.28%/+6.96%/+13.78%, 均展现出较强的增长韧性。
- ▶ **多措并举对冲成本压力, 销售费用率下行显著, Q2 业绩略超市场预期。** 毛利率方面, 上半年原奶价格持续上涨给乳企成本端造成较大压力, 公司多措并举, 通过部分产品提价、产品高端化、买赠力度减小等方式对冲成本压力, 2021H1 毛利率同比仅小幅下行 0.77pct 至 37.64%。同时在费用端加强管控, 提高费用投放效率, 2021H1 销售费用率同比降 1.82pct, 其中广告营销费用同比仅增 3.3%, 低于销售费用整体增速 (9.8%), 奶价上涨背景下, 行业竞争趋缓如期兑现。2021H1 财务费用同比-142.9%, 财务费用率同比降 0.24pct, 主要系利息收入以及汇兑收益增加所致。管理/研发费用率分别同比-0.02pct/+0.02pct, 费用控制效果较好, H1 净利率同比提升 9.41%。Q2 成本压力进一步增大, 毛利率在去年同期高基数下同比下滑 1.53pct 至 37.35%, 销售费用率延续下行趋势 (Q2 同比降 0.35pct), 管理/研发/财务费用率分别同比

+0.09pct/+0.07pct/-0.10pct,基本维持平稳,最终净利率同比下降 1.14pct 至 8.55%。由于此前市场对公司 Q2 高基数+成本压力已有充分预期,最终 Q2 归母净利润同比减少 3.91%略超市场预期。

- **业绩压力环比减弱,下半年盈利仍有改善空间。**上半年主要乳企均面临去年同期高基数、原奶价格持续上涨、新零售兴起冲击传统渠道结构等多重压力,公司凭借出色的产品创新能力持续优化产品结构,积极拓展新零售渠道,并致力于提高费用使用效率,当前已顺利度过 Q2 压力峰值。近期渠道反馈动销持续环比改善,库存保持健康水平,随着下半年基数效应减弱、奶价上涨趋缓、并有双节旺季对销售的拉动、费用投放的规模效应进一步显现,预计全年收入维持稳健增长,盈利仍有改善空间。
- **稳健经营能力卓越,乳制品主业长期增长确定性高,非乳业务有望打开成长空间。**行业层面,疫后消费者健康意识强化,乳制品需求保持较快增长,为乳企开启新一轮发展提供机遇;而原奶供给紧缺背景下,中小乳企被动让渡市场份额,行业集中度进一步提升,双寡头也从此前打价格战、重视规模与份额,转变为逐渐提高对利润的重视程度,未来业绩释放具备一定弹性。公司层面,产品方面,伊利产品研发创新能力优秀,产品矩阵不断丰富以满足消费者多元化的需求,大单品与新品持续引领增长;渠道方面,公司领先于其他乳企对渠道网络进行加密和精耕,构建起较为深厚的渠道壁垒,当前公司正深入实施全渠道布局战略,大力拓展新兴渠道,以充分挖掘渠道发展潜力;此外,公司推进信息化、数字化转型,增强对全产业链的管控,管理运营能力全面提升。我们认为公司发展基础扎实,产品/渠道/品牌/管理能力卓越,乳制品主业长期稳健增长确定性高;同时公司着眼长远,积极探索非乳业务,致力于成为“全球健康食品提供者”,有望进一步打开长期成长空间。
- **盈利预测与投资建议:**我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 1099.4/1239.4/1393.0 亿元,同比+13.5%/+12.7%/+12.4%;归母净利润分别为 87.8/103.6/119.7 亿元,同比+24.1%/+18.0%/+15.6%;EPS 分别为 1.44/1.70/1.97 元/股(定增发行股份摊薄前)。考虑到公司行业龙头地位且在上游资源、产品创新、品牌力、渠道、供应链布局等多方面的优势显著,以及定增计划顺利实施将进一步打开公司成长空间,给予公司 22 年 23-28 倍 PE 估值水平,对应股价合理区间 39-48 元,维持“推荐”评级。
- **风险提示:**食品安全控制风险,行业竞争加剧风险,成本大幅上升风险,宏观经济大幅下行风险。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	90009	96524	109940	123936	139301	费用率					
减:营业成本	56392	61806	69812	78452	87760	毛利率	0.37	0.36	0.37	0.37	0.37
营业税金及附加	577	547	682	768	864	三费/销售收入	0.29	0.28	0.27	0.27	0.27
销售费用	21070	21538	24187	27018	30368	EBIT/销售收入	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10
管理费用	4285	4876	5222	5701	6338	销售净利率	0.08	0.07	0.08	0.08	0.09
财务费用	8	188	-55	-62	-70	投资回报率					
研发费用	495	487	550	620	697	ROE	0.27	0.23	0.26	0.28	0.29
资产减值损失	-302	-327	-380	-400	-450	ROA	0.14	0.12	0.15	0.16	0.17
公允价值变动损益	78	171	50	50	50	ROIC	0.25	0.23	0.22	0.24	0.26
其他收益	1321	1632	1280	1300	1350	增长率					
营业利润	8280	8558	10493	12389	14295	销售收入增长率	0.14	0.07	0.14	0.13	0.12
加:营业外收支净额	-86	-408	-120	-150	-150	EBIT 增长率	0.09	0.02	0.24	0.18	0.16
利润总额	8194	8150	10373	12239	14145	EBITDA 增长率	0.11	0.06	0.22	0.17	0.13
减:所得税	1243	1051	1566	1851	2137	净利润增长率	0.08	0.02	0.24	0.18	0.16
净利润	6951	7099	8806	10388	12008	总资产增长率	0.27	0.18	-0.04	0.09	0.08
减:少数股东损益	17	21	26	30	35	股东权益增长率	-0.06	0.16	0.10	0.11	0.11
归母净利润	6934	7078	8781	10358	11973	营运资本增长率	-2.05	0.52	-0.66	-0.18	-0.15
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	11325	11695	10994	12394	13930	资产负债率	0.57	0.57	0.60	0.59	0.58
应收和预付款项	3189	3164	3592	4051	4538	投资资本/总资产	0.50	0.57	0.64	0.63	0.62
存货	7715	7545	8564	9660	10819	带息债务/总负债	0.19	0.30	0.25	0.23	0.20
其他流动资产	3476	5976	4414	4414	4414	流动比率	0.82	0.82	0.78	0.79	0.81
长期股权投资	1961	2903	2903	2903	2903	速动比率	0.48	0.48	0.42	0.43	0.45
投资性房地产	533	520	466	412	358	股利支付率	0.61	0.69	0.66	0.66	0.66
固定资产	24461	28768	32100	35791	38830	收益留存率	0.39	0.31	0.34	0.34	0.34
无形资产	1936	1897	1834	1771	1707	营运能力					
其他非流动资产	5864	8685	3224	2952	2952	总资产周转率	1.49	1.36	1.61	1.67	1.73
资产总计	60461	71154	68090	74347	80450	固定资产周转率	4.92	4.13	4.18	4.23	4.27
短期借款	4560	6957	5132	5050	4048	应收账款周转率	48.99	54.87	55.06	55.03	55.22
应付和预收款项	23460	24174	27437	30949	34663	存货周转率	7.31	8.19	8.15	8.12	8.11
长期借款	1971	5137	5137	5137	5137	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
其他负债	4196	4354	2886	2886	2886	EPS	1.14	1.16	1.44	1.70	1.97
负债合计	34187	40622	40592	44022	46734	BPS	4.30	5.00	5.49	6.08	6.75
股本	6096	6083	6083	6083	6083	PE	29.06	28.47	22.95	19.45	16.83
资本公积	-2483	-355	-355	-355	-355	PEG	2	1	N/A	N/A	N/A
留存收益	22518	24656	27675	31237	35353	PB	7.71	6.63	6.03	5.45	4.90
母公司股东权益	26131	30384	33403	36965	41081	PS	2.24	2.09	1.83	1.63	1.45
少数股东权益	143	149	174	205	240	PCF	23.83	20.45	15.36	13.27	11.88
权益合计	26274	30533	33578	37169	41321	EBIT	8202	8338	10318	12177	14075
负债和权益合计	60461	71154	74170	81192	88056	EV/EBIT	25.11	25.35	20.51	17.37	14.96
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EV/EBITDA	20.27	19.61	16.06	13.76	12.11
经营性现金净流量	8455	9852	13117	15181	16966	EV/NOPLAT	31.81	30.79	24.01	20.32	17.51
投资性现金净流量	-9999	-9043	-5870	-6600	-6330	EV/IC	6.84	5.25	4.87	4.50	4.20
筹资性现金净流量	-1016	-47	-7948	-7182	-9100	ROIC-WACC	0.25	0.23	0.22	0.24	0.26

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438