

伊利股份（600887）：盈利改善逻辑持续验证，利润率长期释放可期

2021年9月2日

强烈推荐/维持

伊利股份 公司报告

事件：公司发布 2021H1 业绩报告，2021H1 营收 565.1 亿元，同比+18.9%；归母净利润 53.2 亿元，同比+42.5%。2021Q2 营收 291.4 亿元，同比+8.4%；净利 24.9 亿元，同比-3.9%。收入符合我们的预期，利润超预期。

2021H1 原奶价格同比增长双位数，六月达到了同比+19.8%的幅度，原奶成本高企的背景下，行业不断印证竞争趋缓的逻辑，龙头伊利也持续受益于竞争格局优化、集中度提升。21H1 公司销售费用率 21.99%，同比-1.82pct；毛利率 37.40%，同比-0.76pct；其中，液体乳/奶粉/冷饮毛利率分别同比+0.03pct/-2.66pct/-1.82pct。在理性促销、基础白奶提价、结构升级的对冲下，毛利率降幅原小于原奶涨价幅度。从毛销差看，21H1 毛销差 15.41%，成本上行压力下仍同比+1.05pct；归母净利率 9.45%，同比提升 1.56pct，盈利能力稳步提升。根据我们年初的分析，原奶价格进入下行通道后行业往往进入利润释放期；我们认为明年原奶供给将逐渐转向紧平衡，奶价成本涨幅将趋缓，预计公司盈利能力改善可期。

疫情后消费者健康意识觉醒，乳制品需求走强，需求端驱动下公司收入稳步提升、产品结构也得到持续优化。疫情后行业需求不断增加，公司作为龙头取得了领先于行业的增速，拆分各品类来看，2021H1 公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮分别实现收入 424.1/76.3/55.4 亿元，同比分别+19.65%/+14.83%/+13.80%；其中，“金典”“安慕希”“金领冠”等高端、重点产品销售收入同比+20.7%，高于整体增速，结构持续改善。收入稳步提升下，公司市场零售额份额也逐步提升，液体乳/婴幼儿配方奶粉/奶酪分别同比+0.7pct/0.9pct/+6.7pct。同时，公司渠道深耕也卓有成效，截止 2021H1，公司常温液态奶市场渗透率达 85.7%，同比+1.5pct。

放眼未来，在公司提效减费、结构升级带动下，盈利能力提升依旧可期。需求端方面，疫情后消费者健康性需求、乳制品刚性需求将持续释放，行业长期来看动能充足。供给端方面，我们判断明年中原奶供需关系将从紧缺转向逐渐转向紧平衡，从而奶价增速及奶价本身将有望逐渐回落，毛销差扩大可期；另外，由于 20H2 的同期奶价基数较高，我们预计 21H2 奶价同比增速回落至高个位数，行业及公司成本压力逐渐减缓。长期来看，行业终端促销减少显著，预期行业目前提效减费趋势仍将持续，未来行业也将摆脱原有低价价格战竞争，转向差异化、创新化、结构提升的良性竞争。因此，我们认为未来行业需求无虞，奠基公司产品创新、结构提升；竞争格局有望延续缓解态势，龙头有望受益于行业集中度提升。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 89.2、106.4 和 120.9 亿元，对应 EPS 分别为 1.47、1.75 和 1.99 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 23.19、19.43 和 17.11 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：原奶价格大幅上涨，疫情反复影响终端消费。

财务指标预测

公司简介：

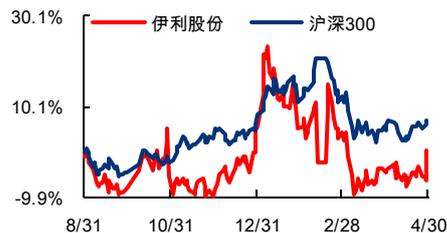
伊利集团是中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业，稳居全球乳业第一阵营，蝉联亚洲乳业第一。公司规模大、产品线健全，是符合奥运会标准，为 2008 年北京奥运会提供服务的乳制品企业；也是符合世博会标准，为 2010 年上海世博会提供服务的乳制品企业。伊利一直坚持和推动创新战略，经过多年发展，已经建立了多个领先的技术研发和产学研合作平台，持续推动行业创新。其中，国家认定企业技术中心、乳品深加工技术国家和地方联合工程研究中心、全国冷冻饮品标准化技术委员会秘书处、国家乳制品加工技术研发专业分中心、国家肉肉检测中心的乳品检测研究室等都属于国家级别的研发创新平台。

资料来源：公司官网，Wind

交易数据

52 周股价区间 (元)	51.69-37.79
总市值 (亿元)	2,490.83
流通市值 (亿元)	2,428.43
总股本/流通 A 股 (万股)	608,262/593,024
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.02

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

研究助理：韦香怡

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070032

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	90,223.08	96,885.64	111,418.49	122,560.34	133,590.77
增长率(%)	13.41%	7.38%	15.00%	10.00%	9.00%
归母净利润(百万元)	6,933.76	7,078.18	8,920.48	10,644.95	12,091.72
增长率(%)	7.73%	2.13%	25.94%	19.23%	13.62%
净资产收益率(%)	26.53%	23.30%	25.91%	25.87%	26.54%
每股收益(元)	1.15	1.17	1.47	1.75	1.99
PE	29.57	29.07	23.19	19.43	17.11
PB	7.93	6.81	5.27	4.16	3.36

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	25706	28381	45078	50366	69348	营业收入	90223	96886	111418	122560	133591
货币资金	11325	11695	27593	31462	49448	营业成本	56392	61806	70194	76600	82826
应收账款	1616	1616	1526	1679	1464	营业税金及附加	577	547	557	613	854
其他应收款	195	115	133	146	159	营业费用	21070	21538	24735	26963	29390
预付款项	1157	1290	1290	1290	1290	管理费用	4285	4876	5571	6128	6680
存货	7715	7545	5769	5247	4538	财务费用	8	188	326	235	126
其他流动资产	2783	4028	6644	8649	10635	研发费用	495	487	557	613	668
非流动资产合计	34755	42774	47457	52442	55946	资产减值损失	-241.4	-339.31	115.00	90.00	90.00
长期股权投资	1961	2903	2903	2903	2903	公允价值变动收益	78.16	171.09	0.00	0.00	0.00
固定资产	18296	23343	28125	32319	36146	投资净收益	544.87	599.73	120.00	120.00	130.00
无形资产	1409	1536	1544	1551	1558	加:其他收益	587.79	676.33	676.33	676.33	676.33
其他非流动资产	3151	2952	3829	4178	4027	营业利润	8280	8558	10155	12109	13757
资产总计	60461	71154	92535	102809	125294	营业外收入	29.84	48.52	20.00	20.00	21.00
流动负债合计	31432	34768	41309	40592	50198	营业外支出	116.05	456.90	15.00	15.00	15.00
短期借款	4560	6957	6287	6953	6600	利润总额	8194	8150	10160	12114	13763
应付账款	10501	11376	13462	14690	20423	所得税	1243	1051	1219	1454	1652
预收款项	6020	0	1663	3826	6001	净利润	6951	7099	8940	10660	12112
一年内到期的非流动负债	306	823	1312	1523	1421	少数股东损益	17	21	20	15	20
非流动负债合计	2755	5853	11791	12311	13311	归属母公司净利润	6934	7078	8920	10645	12092
长期借款	471	1375	7575	7575	7575	主要财务比率					
应付债券	1500	3762	3230	4000	5000		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	34187	40622	53100	52903	63509	成长能力					
少数股东权益	143	149	169	184	204	营业收入增长	13.41%	7.38%	15.00%	10.00%	9.00%
实收资本(或股本)	6096	6083	6083	6083	6083	营业利润增长	7.66%	3.36%	18.65%	19.24%	13.62%
资本公积	844	1417	1417	1417	1417	归属于母公司净利润增长	7.67%	2.08%	26.03%	19.33%	13.59%
未分配利润	18327	20493	28967	39080	50567	获利能力					
归属母公司股东权益合计	26131	30384	39266	49722	61581	毛利率(%)	37.50%	36.21%	37.00%	37.00%	37.00%
负债和所有者权益	60461	71154	92535	102809	125294	净利率(%)	7.70%	7.33%	8.02%	8.70%	9.07%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	11.47%	9.95%	9.64%	10.35%	9.65%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	26.53%	23.30%	25.91%	25.87%	26.54%
经营活动现金流	8455	9852	23778	11081	24365	偿债能力					
净利润	6951	7099	8940	10660	12112	资产负债率(%)	57%	57%	57%	51%	51%
折旧摊销	1957.96	2442.36	2318.36	2860.31	3410.19	流动比率	0.82	0.82	1.09	1.24	1.38
财务费用	8	188	326	235	126	速动比率	0.57	0.60	0.95	1.11	1.29
应收帐款减少	-514	-1	90	-153	215	营运能力					
预收帐款增加	1619	-6020	1663	2163	2176	总资产周转率	1.67	1.47	1.36	1.25	1.17
投资活动现金流	-9999	-9043	-6889	-7441	-6832	应收账款周转率	66	60	71	76	85
公允价值变动收益	78	171	0	0	0	应付账款周转率	9.33	8.86	8.97	8.71	7.61
长期投资减少	0	0	-67	166	-88	每股指标(元)					
投资收益	545	600	120	120	130	每股收益(最新摊薄)	1.15	1.17	1.47	1.75	1.99
筹资活动现金流	-1016	-47	-992	229	453	每股净现金流(最新摊薄)	-0.42	0.13	2.61	0.64	2.96
应付债券增加	1500	2262	-532	770	1000	每股净资产(最新摊薄)	4.29	5.00	6.46	8.17	10.12
长期借款增加	471	904	6200	0	0	估值比率					
普通股增加	18	-14	0	0	0	P/E	29.57	29.07	23.19	19.43	17.11
资本公积增加	-1997	573	0	0	0	P/B	7.93	6.81	5.27	4.16	3.36
现金净增加额	-2560	762	15898	3869	17985	EV/EBITDA	19.94	18.83	15.05	12.46	9.95

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	伊利股份（600887）：原奶价格上涨催化盈利改善，龙头空间可期	2021-01-14
行业深度报告	食品饮料：以日鉴中，日本消费格局演变观察	2021-08-24
行业普通报告	食品饮料行业周观点：白酒企业被约谈引发市场走低，维稳出发点利好长期行业发展	2021-08-22
行业普通报告	食品饮料行业周观点：关注下半年原奶供需从紧缺转向紧平衡拐点	2021-08-02
行业普通报告	食品饮料行业周观点：华润啤酒半年报报喜，看好啤酒板块长期发展逻辑	2021-07-27
行业普通报告	20210720 东兴食饮周报：关注植物蛋白饮料复苏	2021-07-25
行业普通报告	食品饮料行业报告：行业周观点：白酒板块整体调整，理性看待下半年业绩增速	2021-07-12
行业普通报告	20210703 东兴食饮周报：补库存周期到来，建议关注调味品板块	2021-07-05
行业普通报告	食品饮料行业：周观点：货币政策渐紧，下半年建议关注必选消费	2021-06-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、软饮料、乳制品板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526