

伊利股份(600887)

报告日期: 2021年08月30日

Q2 超预期, 中报利润率在上行

——伊利股份点评报告

✉ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002  
✉ : [denghui@stocke.com.cn](mailto:denghui@stocke.com.cn)

投资要点

□ 事件: 中报

8月30日, 公司公告2021中报。上半年, 公司实现营收562.94亿元, 同比+19%, 归母净利润53.22亿元, 同比+42%; Q2单季度, 公司实现营收290.35亿元, 同比+8%, 归母净利润24.91亿元, 同比-4%。

□ 产品端: 收入高增长, 大单品表现出色

21H1, 公司收入增长19%, 1)分板块看, 液态奶板块收入424亿元, 同比+20%, 零售端市场份额同比再提升0.7pct, 稳居行业第一, 公司常温液态奶的市场渗透率达到85.7%, 同比+1.5pct; 奶粉板块收入76亿元, 同比+15%, 其中婴幼儿配方零售端市场份额同比提升0.9pct, 婴幼儿配粉的母婴渠道零售额同比+35%; 奶酪板块零售端份额同比提升6.7pct, 冷饮板块收入+14%; 液态奶、奶粉、奶酪板块均表现出色。2)大单品方面, 金典、安慕希、畅轻、金领冠、巧乐兹等大单品收入同比+21%。3)新品方面, 金典A2β酪蛋白有机纯牛奶、伊利甄浓牛奶高钙、畅轻蔗糖减半果茶酸奶、QQ星儿童成长配方羊奶粉等新品收入占比16%。

□ 费用端: 营销费用率节约, 现金流出出色

21H1, 公司归母净利润+42%, 大幅高于增速, 我们认为主要得益于两强竞争格局改善带来的单位营销成本节约, 以及出色现金流带来的利息收入增加, 反映在财务指标上, 销售费用率21.99%, 同比下降1.92pct, 增利约9.1亿元, 财务费用率-0.06%, 同比-0.24pct, 增利约1.1亿元。

□ Q2单季度: 超出市场预期

Q2单季度看, 公司收入增长8%, 在同期22%增速基础上仍保持稳健增速, 归母净利润-4%, 在同期72%的超高增速基础上, 并未较大幅度下滑, 超出市场预期。我们认为, Q2单季度业绩的稳健表现, 主要得益于液态奶和奶粉等动销旺盛, 而这一动销旺盛有望在Q3继续延续, 在Q3的增长基数回归正常后实现催化。

□ 看三年: 利润率正在重新进入上行通道

2020年疫情影响+原奶价格上涨+并表因素, 公司净利率(7.35%)回到2013-2014年底部水平; 同时, 2020年行业集中度提升加速(液态奶CR5为57.1%, 同比+1.3pct, 15-19年CR5提升3.1pct), 两强竞争格局改善, 公司利润率有望重新进入上行通道。21H1, 公司净利率9.42%, 同比+1.56pct, 较19H1+1.03pct, 正在验证。

□ 130亿定增计划: 处在证监会审查阶段

6月5日, 公司公告定增预案, 拟募资130亿元, 是公司近10年来首次定增, 目前处在证监会审查阶段。公司拟定增130亿元, 主要用于液态奶生产基地建设项目(54.8亿元)、全球领先5G+工业互联网婴幼儿配方奶粉智能制造示范项目(15.5亿元)、数字化转型和信息化升级项目(12.5亿元)、长白山天然矿泉水项目(2.7亿元)、乳业创新基地项目(5.9亿元)、补流38.6亿元。根据我们测算, 产能提升计划项目合计产能约7544吨/日, 简单折合产能约275万吨/年, 预计在2-3年时间内为公司现有产能带来约21%增量。到21H1, 公司综合产能约1394万吨/年, 同比增长6.3%。

□ 投资建议

公司是中国乳业龙一, 竞争格局改善驱动利润水平升级, 液态奶、奶粉、奶酪均出色。我们预计21-23年公司归母净利润86/102/119亿元, 同比+21%/+20%/+16%, 对应8月30日估值24/20/17倍(市值2015亿元)。

□ 风险提示

食品安全风险, 政策调整风险, 原奶价格波动风险

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥33.13

单季度业绩

元/股

2Q/2021	0.41
1Q/2021	0.47
4Q/2020	0.17
3Q/2020	0.38

公司简介

公司是中国乳制品龙头, 主营液态奶、奶粉、冷饮等研产销, 2020年公司常温液态奶市占率达到38.6%。公司于1993年成立, 1996年上市, 董事长为潘刚先生, 管理层持股比例高, 管理层利益与公司高度一致。

相关报告

- 1《伊利股份: 拟定增130亿, 有望加速成长》2021.06.06
- 2《伊利股份深度报告: 乳业航母, 问鼎全球》2021.06.04
- 3《伊利股份: Q1动销表现出色, 产品结构持续升级》2021.04.29
- 4《伊利股份: Q3业绩增长24%, 盈利水平持续提升》2020.10.30

报告撰写人: 马莉、邓晖

联系人: 马莉、邓晖

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	96,524	108,773	121,416	134,720
(+/-)	7.24%	12.69%	11.62%	10.96%
净利润	7,078	8,552	10,241	11,929
(+/-)	2.08%	20.82%	19.74%	16.49%
每股收益(元)	1.16	1.41	1.68	1.96
P/E	28.47	23.56	19.68	16.89

## 附录：三大报表预测值

### 资产负债表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	28381	30966	36559	42668
现金	11695	14073	18527	23817
交易性金融资产	123	123	123	123
应收账款	1759	1430	1278	961
其它应收款	115	126	145	129
预付账款	1290	1645	1676	1889
存货	7545	8582	9852	10641
其他	5853	4986	4957	5108
<b>非流动资产</b>	42774	46629	51072	54981
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	2903	3352	3855	4433
固定资产	23343	30175	34760	38134
无形资产	1536	1826	2179	2408
在建工程	5417	2115	1038	710
其他	9575	9162	9239	9296
<b>资产总计</b>	71154	77595	87630	97649
<b>流动负债</b>	34768	35989	39291	41754
短期借款	6957	5758	5182	4923
应付款项	11636	13079	14634	16140
预收账款	6056	6720	7747	8457
其他	10120	10432	11728	12233
<b>非流动负债</b>	5853	5453	6798	7258
长期借款	1375	2062	2858	3600
其他	4478	3390	3940	3658
<b>负债合计</b>	40622	41442	46089	49011
少数股东权益	149	169	196	228
归属母公司股东权	30384	35984	41345	48410
<b>负债和股东权益</b>	71154	77595	87630	97649

### 现金流量表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	9852	13232	15677	16780
净利润	7099	8573	10267	11961
折旧摊销	2442	1850	2333	2720
财务费用	188	934	807	858
投资损失	(600)	(469)	(538)	(535)
营运资金变动	(1079)	2735	3892	2323
其它	1801	(392)	(1085)	(546)
<b>投资活动现金流</b>	(9043)	(5066)	(6461)	(5893)
资本支出	(4307)	(5265)	(5697)	(5608)
长期投资	(929)	(455)	(500)	(580)
其他	(3807)	655	(265)	294
<b>筹资活动现金流</b>	(47)	(5787)	(4762)	(5597)
短期借款	2397	(1199)	(576)	(259)
长期借款	904	687	796	742
其他	(3348)	(5276)	(4982)	(6080)
<b>现金净增加额</b>	762	2378	4454	5290

### 利润表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	96524	108773	121416	134720
营业成本	61806	69393	77256	85523
营业税金及附加	547	616	687	763
营业费用	21538	22940	25000	27065
管理费用	4876	5199	5889	6655
研发费用	487	566	656	741
财务费用	188	934	807	858
资产减值损失	327	279	377	407
公允价值变动损益	171	83	111	122
投资净收益	600	469	538	535
其他经营收益	670	647	627	648
<b>营业利润</b>	8558	10045	12020	14012
营业外收支	(408)	(203)	(232)	(281)
<b>利润总额</b>	8150	9842	11787	13731
所得税	1051	1269	1520	1771
<b>净利润</b>	7099	8573	10267	11961
少数股东损益	21	21	27	32
<b>归属母公司净利润</b>	7078	8552	10241	11929
EBITDA	10847	12129	14492	16768
EPS (最新摊薄)	1.16	1.41	1.68	1.96

### 主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.24%	12.69%	11.62%	10.96%
营业利润	3.36%	17.37%	19.66%	16.58%
归属母公司净利润	2.08%	20.82%	19.74%	16.49%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.97%	36.20%	36.37%	36.52%
净利率	7.35%	7.88%	8.46%	8.88%
ROE	24.92%	25.65%	26.36%	26.46%
ROIC	18.48%	20.12%	21.09%	21.22%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.09%	53.41%	52.60%	50.19%
净负债比率	22.54%	20.23%	18.95%	18.67%
流动比率	0.82	0.86	0.93	1.02
速动比率	0.60	0.62	0.68	0.77
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.47	1.46	1.47	1.45
应收账款周转率	59.73	71.08	80.86	86.96
应付账款周转率	5.65	5.76	5.73	5.70
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.16	1.41	1.68	1.96
每股经营现金	1.62	2.18	2.58	2.76
每股净资产	5.00	5.92	6.80	7.96
<b>估值比率</b>				
P/E	28.47	23.56	19.68	16.89
P/B	6.63	5.60	4.87	4.16
EV/EBITDA	24.66	16.16	13.24	11.16

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>