

2021年10月20日

从同质化竞争走向多条线发展

伊利股份(600887)

评级:	买入	股票代码:	600887
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	51.85/30.9
目标价格:		总市值(亿)	2,311.23
最新收盘价:	38	自由流通市值(亿)	2,264.91
		自由流通股数(百万)	5,960.29

事件概述

我们参加了伊利的投资者日活动，更新我们对公司长期发展的理解。

分析判断:

1、乳业是一个中长期可持续稳健增长的行业。支撑因素包括：1) 人均饮用量的提升。据国家统计局数据，中国城镇、农村居民人均液态奶消费量分别为 16.5kg/人·年、6.9kg/人·年（2018 年），城镇化率的持续提升（2020 年 63.9%）、销售网络的下沉（例如社区团购完成“最后一公里”的销售网络搭建）帮助农村居民建立更为稳定的日常饮用习惯。2) 疫情后乳制品消费意识加强，体现在白奶需求旺盛，尼尔森数据显示 2021 年 1-8 月纯牛奶零售额累计同比+18.1%，消费行为的转变具有持续性。3) 牛奶属于国家政策支持鼓励的产业。

2、经营风险预期降低。乳制品追求新鲜度、快速周转，上游连接养殖业，上游原奶供给的波动造成下游企业成本的波动和市场费用投放的波动。2018 年底以来的奶价上涨周期持续至今，加速了下游乳企自控奶源比例的提升。根据荷斯坦，伊利 2020 年奶源自控比例约为 37%，未来预期将提升至 50%+，业内其他大企业也是如此。未来原奶价格波动性的降低已成为产业共识。由于大型企业全产业链优势更加凸显，市场集中度将持续提升。对于伊利而言，企业经营的风险性预期降低，业绩预期的确定性提升。

3、进入多条线发展阶段。近两年外受疫情影响、内因国产品牌发力，奶粉领域“国进外退”、国产品牌的崛起趋势更加明确。尼尔森数据显示 2021 年以来伊利奶粉市占率加速提升，伊利奶粉业务因此也制定了较高目标，我们判断不排除多种方式实现目标。借助白奶（无论常温还是低温）消费需求保持旺盛契机，伊利鲜奶板块已完成全国 5 大生产基地的布局，上半年业务端实现高速增长。奶酪板块，公司公告拟设立核心员工持股平台向伊家好子公司增资，本质上是在探索大集团之下如何培育小而美的新兴业务，预计将有效激发业务团队积极性，加速业务发展。

投资建议

疫情后乳制品消费需求的提升增强了企业对于行业长期增长的信心，上游牧场自控比例提升预期将降低下游乳制品企业经营风险，传统相对弱势业务板块迎来新的发展机遇、新业务由培育阶段进入快速成长期。包括伊利在内的乳企巨头对于主业更加具有长期持续均衡发展心态，对于新业务资源投入在加大，两强明确提出未来利润率提升的目标，意味着从过往聚焦于常温奶的激烈同质化竞争走向多条线发展，竞争弱化，这将提升估值。维持盈利预测 2021-2023 年收入 1111/1238/1367 亿元，归母净利 91/107/125 亿元，EPS1.5/1.76/2.06 元，2021/10/20 收盘价 38 元对应 2021/22 年 P/E 分别为 26/22 倍，我们认为目前估值有提升空间，重申买入评级。

风险提示

原奶价格进一步大幅上涨，新业务风险，食品安全风险

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,223	96,886	111,128	123,813	136,746
YoY (%)	13.4%	7.4%	14.7%	11.4%	10.4%
归母净利润(百万元)	6,934	7,078	9,104	10,716	12,543
YoY (%)	7.7%	2.1%	28.6%	17.7%	17.0%
毛利率 (%)	37.5%	36.2%	35.4%	36.0%	36.3%
每股收益 (元)	1.14	1.16	1.50	1.76	2.06
ROE	26.5%	23.3%	26.0%	26.2%	26.5%
市盈率	33.33	32.65	25.80	21.62	18.47

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

联系人: 刘来珍

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

邮箱: liulz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	96,886	111,128	123,813	136,746	净利润	7,099	9,127	10,742	12,574
YoY (%)	7.4%	14.7%	11.4%	10.4%	折旧和摊销	2,442	1,960	2,118	2,249
营业成本	61,806	71,736	79,279	87,143	营运资金变动	172	634	1,401	2,387
营业税金及附加	547	645	718	793	经营活动现金流	9,852	11,681	14,021	16,758
销售费用	21,538	23,401	25,877	28,170	资本开支	-6,500	-9,291	-5,579	-5,350
管理费用	4,876	5,458	6,191	6,837	投资	-3,344	-1,200	-50	-50
财务费用	188	55	73	92	投资活动现金流	-9,043	-4,794	-6,866	-5,569
资产减值损失	-339	2	-1	-1	股权募资	248	0	0	0
投资收益	600	667	743	820	债务募资	74,557	-1,339	-4,207	-1,410
营业利润	8,558	10,712	12,591	14,721	筹资活动现金流	-47	-6,364	-9,755	-7,981
营业外收支	-408	-100	-100	-100	现金净流量	367	522	-2,600	3,208
利润总额	8,150	10,612	12,491	14,621	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	1,051	1,486	1,749	2,047	成长能力				
净利润	7,099	9,127	10,742	12,574	营业收入增长率	7.4%	14.7%	11.4%	10.4%
归属于母公司净利润	7,078	9,104	10,716	12,543	净利润增长率	2.1%	28.6%	17.7%	17.0%
YoY (%)	2.1%	28.6%	17.7%	17.0%	盈利能力				
每股收益	1.16	1.50	1.76	2.06	毛利率	36.2%	35.4%	36.0%	36.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	7.3%	8.2%	8.7%	9.2%
货币资金	11,695	12,218	9,617	12,826	总资产收益率 ROA	9.9%	10.8%	12.5%	13.5%
预付款项	1,290	1,802	1,809	2,089	净资产收益率 ROE	23.3%	26.0%	26.2%	26.5%
存货	7,545	10,220	10,860	10,744	偿债能力				
其他流动资产	7,851	8,610	8,978	9,385	流动比率	0.82	0.76	0.80	0.88
流动资产合计	28,381	32,849	31,265	35,044	速动比率	0.56	0.48	0.47	0.56
长期股权投资	2,903	3,903	3,953	4,003	现金比率	0.34	0.28	0.25	0.32
固定资产	23,343	27,985	28,241	28,390	资产负债率	57.1%	58.2%	52.2%	48.6%
无形资产	1,536	1,984	2,272	2,640	经营效率				
非流动资产合计	42,774	51,165	54,544	57,569	总资产周转率	1.36	1.32	1.44	1.48
资产合计	71,154	84,015	85,808	92,613	每股指标 (元)				
短期借款	6,957	5,617	1,410	0	每股收益	1.16	1.50	1.76	2.06
应付账款及票据	11,636	13,751	14,764	16,226	每股净资产	5.00	5.75	6.71	7.79
其他流动负债	16,176	23,641	23,044	23,539	每股经营现金流	1.62	1.92	2.31	2.76
流动负债合计	34,768	43,009	39,218	39,766	每股股利	0.00	0.74	0.80	0.99
长期借款	1,375	1,375	1,375	1,375	估值分析				
其他长期负债	4,478	4,478	4,178	3,878	PE	33.33	32.65	25.80	21.62
非流动负债合计	5,853	5,853	5,553	5,253	PB	8.88	5.76	4.93	4.25
负债合计	40,622	48,862	44,772	45,019					
股本	6,083	6,083	6,083	6,083					
少数股东权益	149	172	198	230					
股东权益合计	30,533	35,152	41,037	47,593					
负债和股东权益合计	71,154	84,015	85,808	92,613					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：3年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。