

伊利股份 (600887)

迈入发展新阶段，当前确定性及性价比凸出 买入（维持）

2021年10月22日

证券分析师 于芝欢

执业证号: S0600521050002
yuzhihuan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	96,886	109,481	121,524	134,284
同比 (%)	7.4%	13.0%	11.0%	10.5%
归母净利润 (百万元)	7,078	8,973	10,604	12,331
同比 (%)	2.1%	26.8%	18.2%	16.3%
每股收益 (元/股)	1.16	1.48	1.74	2.03
P/E (倍)	32.81	25.88	21.90	18.83

股价走势



事件: 近期我们参加伊利股份投资者日活动，与公司管理层进行交流行业发展趋势及公司各业务板块战略。管理层认为新机遇下行业发展前景稳健，品类/渠道多元化下竞争将趋缓，公司竞争优势明显，积极进取实现全品类第一。

市场担忧公司未来增长空间及盈利能力，我们认为，公司 1) 收入增长及战略扩张更为清晰：在液奶业务稳健发展基础上，对奶粉、奶酪业务推进力度更大，在巴氏奶迅速发展背景下，积极布局低温奶。2) 对未来 3~5 年盈利能力提升诉求更为明确。

投资要点

■ **行业新阶段：需求稳增，奶源更稳定，竞争趋缓。** 行业发展进入新阶段，发展机遇在于：1) 健康意识提升推高乳业景气：疫情推动消费者健康意识提升，乳品需求提升。2) 人均消费量提升空间仍大：相比欧美日本人均消费量仍有较大提升空间，下线市场乳品人均消费量相比一二线城市差距仍大。3) 行业整体竞争趋缓：随品类、渠道多元化，龙头企业增长更为理性，收入利润诉求更为均衡，未来行业竞争趋缓。4) 产业链一体化提升，奶源稳定性增强：龙头不断掌控上游奶源，原料供给更为稳定，竞争力进一步提升。

■ **分业务战略：常温奶持续升级，奶粉为重要支撑，奶酪快速发展，积极布局新业务。** 1) **常温奶结构不断升级：**在原料、包装、口味上持续裂变，如金典推出有机，基础白奶推出臻浓，安慕希推出 0 蔗糖等新品。2) **奶粉为重要支撑：**公司积极转变奶粉思路，在营销、渠道端加大资源投入，同时不断推出中高端新品，如有机、羊奶粉等，实现快速增长。3) **奶酪快速发展：**奶酪赛道好，空间大，公司以儿童奶酪为发力点，逐步渗透，并于 10 月推出常温产品，公司奶酪子公司通过核心员工和平台共同增资实现机制创新，提升发展积极性，同时，奶酪新品审批和迭代效率提升，新品审批效率提升一倍以上。4) **巴氏奶逐步布局：**低温奶行业虽然基数小，但增速快，公司根据消费需求变化全国化布局生产基地，前瞻性布局。生产规模也达到国内第一，所有品类要做第一，五强千亿指日可待。所有品类要做第一，五强千亿指日可待。5) **积极布局新业务：**同时，植物基、健康零食等新业务也在积极探索及布局中。

■ **站在下一个十年新起点，稳步迈向全球第一。** 公司多年来以目标为引领，所有品类要做第一，30 年目标全球第一，凭借各方面能力的均衡发展、前瞻性布局、对业务的精准把握，以及创新研究储备等优势能力稳健增长。中长期看，公司收入增长路径清晰，收入利润诉求更为均衡，我们预计毛销差改善将带动利润率中枢逐步提升。

■ **盈利预测与投资评级：**近期跟踪显示白奶景气度仍维持高位，原奶成本上涨幅度环比缩窄，线下费用投放相比 19 年收窄，我们预计 2021H2 公司收入利润端保持稳健。我们维持 21-23 年 EPS 预测为 1.48/1.74/2.03 元，当前股价对应 PE 分别为 26/22/19 倍，当前估值具备高安全边际，配置价值凸显，维持“买入”评级。

风险提示：需求恢复不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上行

市场数据

收盘价(元)	38.18
一年最低/最高价	30.90/51.85
市净率(倍)	7.21
流通 A 股市值(百万元)	226416.45

基础数据

每股净资产(元)	5.30
资产负债率(%)	62.76
总股本(百万股)	6082.18
流通 A 股(百万股)	5960.29

相关研究

- 1、《伊利股份 (600887) 点评报告：Q2 盈利超预期，产业逻辑持续兑现》2021-09-01
- 2、《伊利股份 (600887) 跟踪报告：站在下一个十年新起点，定增布局长远》2021-06-07
- 3、《伊利股份 (600887) 跟踪报告：动销良好，费投减弱，积极关注催化》2021-06-01

伊利股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	28,381	38,212	49,232	62,251	营业收入	96,886	109,481	121,524	134,284
现金	11,695	19,617	28,914	40,126	减:营业成本	61,806	70,287	77,532	85,270
应收账款	1,759	1,988	2,207	2,438	营业税金及附加	547	618	685	757
存货	7,545	8,580	9,465	10,410	营业费用	21,538	23,100	25,641	28,173
其他流动资产	7,266	7,896	8,502	9,117	管理费用	4,876	5,573	6,076	6,714
非流动资产	42,774	46,800	50,721	54,489	研发费用	487	550	611	675
长期股权投资	2,903	2,903	2,903	2,903	财务费用	188	585	466	327
固定资产	23,343	28,210	32,971	37,579	资产减值损失	339	170	170	170
在建工程	5,425	4,684	3,944	3,204	加:投资净收益	600	669	748	824
无形资产	1,536	1,449	1,362	1,275	其他收益	676	835	856	969
其他非流动资产	9,567	9,554	9,541	9,528	资产处置收益	-6	-19	-14	-19
资产总计	71,154	85,012	99,953	116,739	营业利润	8,558	10,462	12,308	14,349
流动负债	34,768	39,319	43,395	47,664	加:营业外净收支	-408	-161	-135	-193
短期借款	6,957	6,957	6,957	6,957	利润总额	8,150	10,301	12,173	14,156
应付账款	11,636	13,232	14,596	16,053	减:所得税费用	1,051	1,328	1,570	1,825
其他流动负债	16,176	19,130	21,842	24,654	少数股东损益	21	-1	-0	-1
非流动负债	5,853	5,853	5,853	5,853	归属母公司净利润	7,078	8,973	10,604	12,331
长期借款	1,375	1,375	1,375	1,375	EBIT	7,633	9,353	10,977	12,694
其他非流动负债	4,478	4,478	4,478	645	EBITDA	10,075	11,952	13,607	15,404
负债合计	40,622	45,172	49,249	53,517	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	149	148	148	147	每股收益(元)	1.16	1.48	1.74	2.03
归属母公司股东权益	30,384	39,692	50,557	63,075	每股净资产(元)	5.00	6.53	8.31	10.37
负债和股东权益	71,154	85,012	99,953	116,739	发行在外股份(百万股)	6083	6082	6082	6082
					ROIC(%)	15.3%	15.4%	15.0%	14.5%
					ROE(%)	23.3%	22.6%	21.0%	19.5%
					毛利率(%)	36.2%	35.8%	36.2%	36.5%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	7.3%	8.2%	8.7%	9.2%
经营活动现金流	9,852	14,213	15,479	17,381	资产负债率(%)	57.1%	53.1%	49.3%	45.8%
投资活动现金流	-9,043	-5,568	-5,459	-5,447	收入增长率(%)	7.4%	13.0%	11.0%	10.5%
筹资活动现金流	-47	-723	-723	-723	净利润增长率(%)	2.1%	26.8%	18.2%	16.3%
现金净增加额	367	7,922	9,297	11,212	P/E	32.81	25.88	21.90	18.83
折旧和摊销	2,442	2,599	2,630	2,710	P/B	7.64	5.85	4.59	3.68
资本开支	-6,500	-6,300	-6,269	-6,332	EV/EBITDA	23.17	18.87	15.89	13.31
营运资本变动	172	2,579	2,292	2,400					

数据来源: wind 数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

