

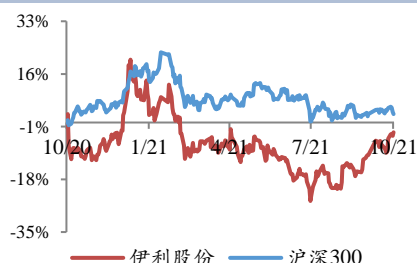
奶粉及奶制品表现亮眼，盈利水平如期提升

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2021-10-28

收盘价 (元)	40.76
近 12 个月最高/最低 (元)	50.61/31.46
总股本 (百万股)	6,082
流通股本 (百万股)	5,960
流通股比例 (%)	98.00
总市值 (亿元)	2,479
流通市值 (亿元)	2,429

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 文献

执业证书号: S0010520060002

电话: 13923413412

邮箱: wenxian@hazq.com

联系人: 陆金鑫

执业证书号: S0010120120022

电话: 13520271171

邮箱: lujx@hazq.com

相关报告

1. 产业周期叠加内生动力，业绩增速向上 2021-09-30

主要观点:

● 事件描述:

公司公布 21 年三季报, 1-3Q21 营收 846.7 亿元, 同比+15.19%, 归母净利润 79.44 亿元, 同比+31.87%; 3Q21 营收 283.8 亿元, 同比+8.48%; 归母净利润 26.22 亿元, 同比+14.56%。

● **奶粉及奶制品贡献单季营收主要增量, 液态奶保持领先地位。**按品类拆分, 3Q21 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品分别同增 4.63 亿、13.15 亿、2.42 亿, 增幅分别达到 2.1%、48.2%、20.7%。(1) 公司奶粉业务较快成长, 婴幼儿奶粉同比增速超 30%, 金领冠珍护增速超 40%。同时, 公司收购 Westland 后黄油、奶油等专业乳品业务开始发力, 奶酪零售端同比大增 180%, 有望成为公司量利新引擎。(2) 液态奶高端升级, 金典保持 20% 以上增长, 金典有机增速超 50%, 安慕希市占率达 65.1%。

● **收购澳优, 高毛利的婴幼儿奶粉业务将再上新台阶。**首先, 澳优渠道优势在新生儿数量更多的三四线城市, 已覆盖母婴渠道终端 3.5 万家。伊利当下则主要在现代渠道布局, 渠道协同效应下, 公司将获得母婴店专业运营经验。其二, 澳优佳贝艾特羊奶粉奠定领先优势, 羊奶粉市场体量虽小 (厂家收入口径约 100 亿), 但双位数增速预期明显优于牛奶粉, “牛羊并举”可赋予业务增长前景。其三, 双方在欧洲和大洋洲的原奶与配方资源或将协同增效。

● **虽成本承压, 但单季毛利率同比提升近 1 个百分点, 而销售费用率环比回落, 净利率超过 9%。**国内生鲜乳价格维持高位, 毛利率虽环比下降但同比上升, 推测产品结构升级与搭赠减少改善单价。另一方面, 成本压力下行业竞争放缓, 3Q 销售费用率五年来首次低于 20%, 归母净利润率相应上升至 9.20%。

● 投资建议

维持“买入”评级。小幅上调盈利预测, 预计 2021-2023 年公司营收 1,096、1,233、1,387 亿元, 同比增长 13%/12%/13%, 归母净利润为 94.45、120.4、160.0 亿元, 同比增长 33%/27%/33%, EPS 分别为 1.55、1.98、2.63, 对应 PE 分别为 26.25、20.60、15.50, 维持“买入”评级。

● 风险提示

原料价格上涨超出预期风险, 食品安全风险, 产品推广和渠道拓展不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

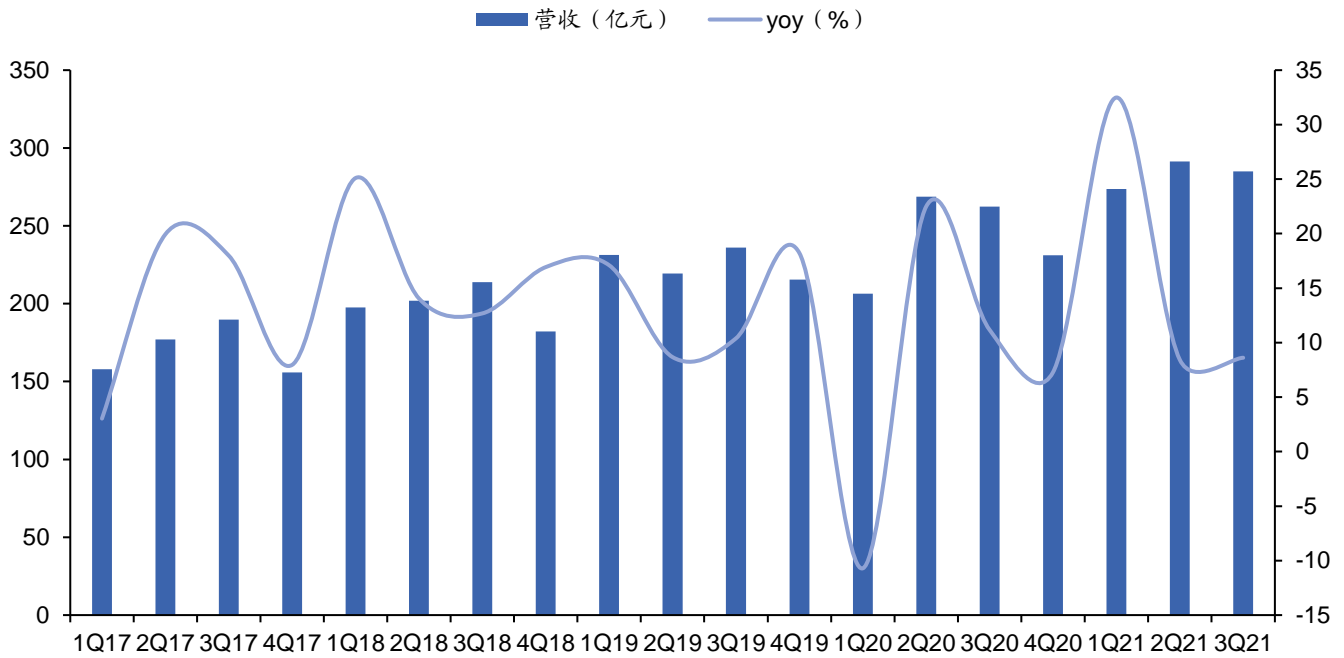
主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	96886	109640	123257	138694
收入同比 (%)	7.4%	13.2%	12.4%	12.5%
归属母公司净利润	7078	9445	12035	15996
净利润同比 (%)	2.1%	33.4%	27.4%	32.9%
毛利率 (%)	36.2%	36.3%	36.8%	39.6%
ROE (%)	23.3%	20.3%	22.5%	24.8%
每股收益 (元)	0.00	1.55	1.98	2.63
P/E	37.92	26.25	20.60	15.50
P/B	8.88	5.34	4.63	3.84
EV/EBITDA	25.59	16.09	12.95	9.77

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表目录

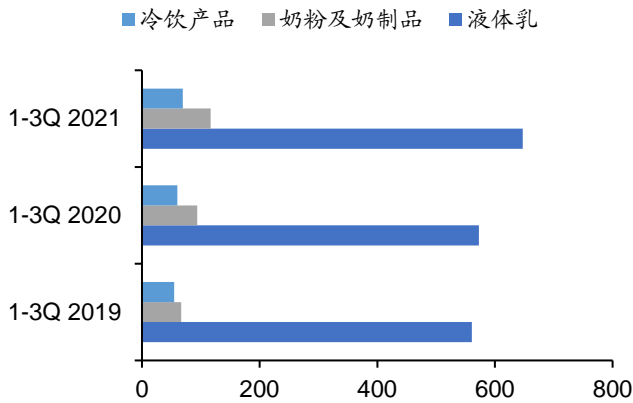
图表 1 公司 3Q21 营收增速保持稳定	4
图表 2 前三季度各品类均保持增长 (亿元)	4
图表 3 3Q21 奶粉及奶制品高速增长	4
图表 4 3Q21 净利率稳中有升 (%)	5

图表 1 公司 3Q21 营收增速保持稳定



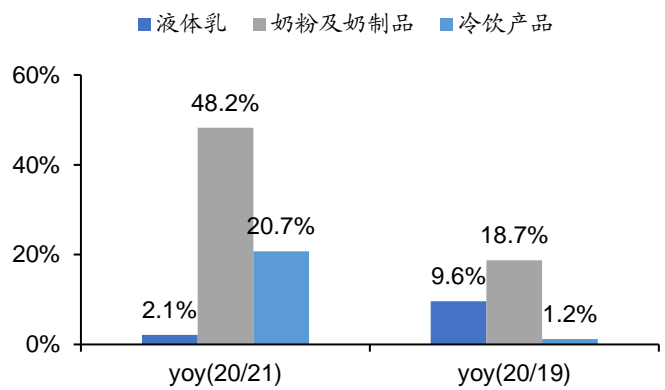
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 2 前三季度各品类均保持增长 (亿元)



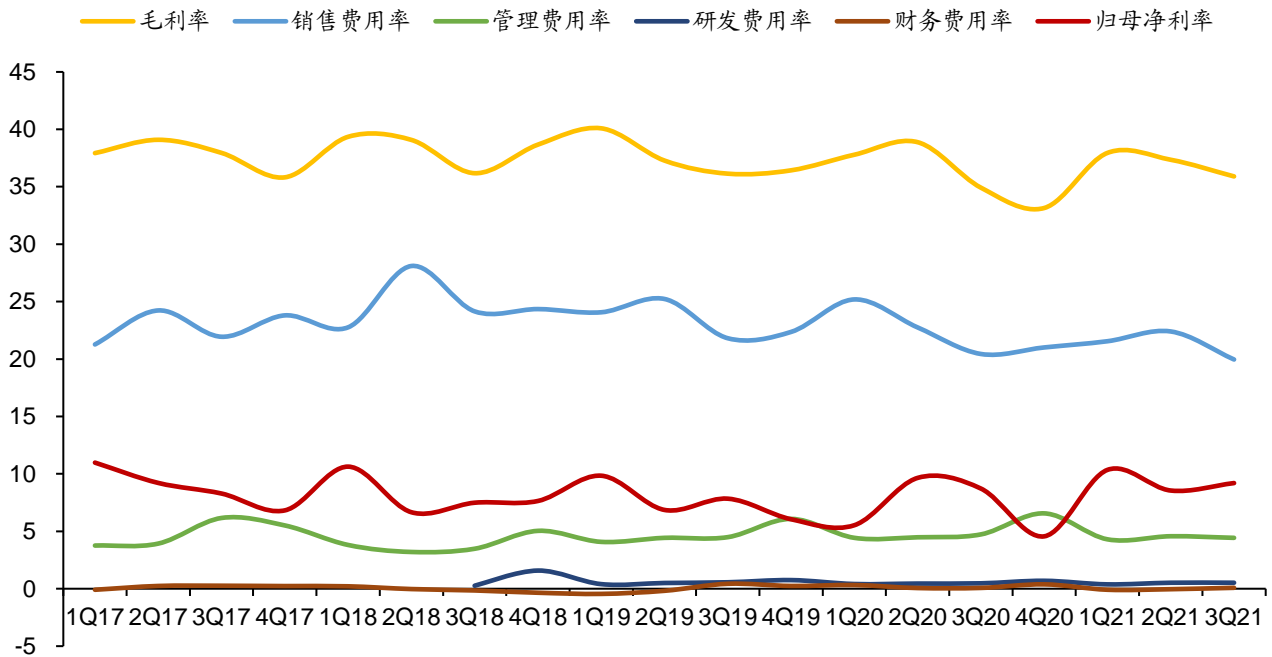
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 3 3Q21 奶粉及奶制品高速增长



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 4 3Q21 净利率稳中有升 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示:

原料价格上涨超出预期风险，食品安全风险，产品推广和渠道拓展不及预期风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	28381	42114	47321	59130	营业收入	96886	109640	123257	138694
现金	11695	20123	23877	34506	营业成本	61806	69890	77904	83821
应收账款	1616	1769	1989	2238	营业税金及附加	547	702	789	888
其他应收款	115	192	216	243	销售费用	21538	23353	25268	29126
预付账款	1290	1656	1846	1987	管理费用	4876	5372	5793	6657
存货	7545	8643	9635	10366	财务费用	188	267	174	68
其他流动资产	6119	9729	9758	9790	资产减值损失	-339	-10	-15	-15
非流动资产	42774	49321	51086	51715	公允价值变动收益	171	0	0	0
长期投资	2903	4103	4483	4863	投资净收益	600	877	616	693
固定资产	23343	26069	25638	24381	营业利润	8558	11240	14288	18938
无形资产	1536	1582	1755	1938	营业外收入	49	44	49	55
其他非流动资产	14992	17567	19210	20534	营业外支出	457	274	308	347
资产总计	71154	91435	98407	110845	利润总额	8150	11010	14029	18647
流动负债	34768	33302	36209	38611	所得税	1051	1541	1964	2611
短期借款	6957	6957	6957	6957	净利润	7099	9468	12065	16036
应付账款	11376	12820	14290	15375	少数股东损益	21	24	30	40
其他流动负债	16435	13526	14963	16279	归属母公司净利润	7078	9445	12035	15996
非流动负债	5853	11503	8503	7503	EBITDA	10596	15311	18496	23345
长期借款	1375	7525	5025	4025	EPS (元)	0.00	1.55	1.98	2.63
其他非流动负债	4478	3978	3478	3478					
负债合计	40622	44806	44713	46114					
少数股东权益	149	172	203	243					
股本	6083	6082	6082	6082					
资本公积	1417	13034	13034	13034					
留存收益	22884	27341	34376	45372					
归属母公司股东权益	30384	46457	53491	64488					
负债和股东权益	71154	91435	98407	110845					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9852	6629	17988	21981
净利润	7078	9445	12035	15996
折旧摊销	2442	4058	4323	4671
财务费用	668	443	476	426
投资损失	-600	-877	-616	-693
营运资金变动	172	-6714	1454	1221
其他经营现金流	6998	16434	10897	15135
投资活动现金流	-9043	-10004	-5758	-4927
资本支出	-6500	-7598	-3936	-3182
长期投资	-3344	-3040	-2195	-2195
其他投资现金流	801	634	373	450
筹资活动现金流	-47	11803	-8476	-6426
短期借款	2397	0	0	0
长期借款	904	6150	-2500	-1000
普通股增加	-14	0	0	0
资本公积增加	573	11616	0	0
其他筹资现金流	-3907	-5963	-5976	-5426
现金净增加额	367	8428	3754	10628

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	7.4%	13.2%	12.4%	12.5%
营业利润	3.4%	31.3%	27.1%	32.5%
归属于母公司净利	2.1%	33.4%	27.4%	32.9%
获利能力				
毛利率 (%)	36.2%	36.3%	36.8%	39.6%
净利率 (%)	7.3%	8.6%	9.8%	11.5%
ROE (%)	23.3%	20.3%	22.5%	24.8%
ROIC (%)	16.3%	14.8%	17.6%	20.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	57.1%	49.0%	45.4%	41.6%
净负债比率 (%)	133.0%	96.1%	83.3%	71.2%
流动比率	0.82	1.26	1.31	1.53
速动比率	0.52	0.91	0.95	1.17
营运能力				
总资产周转率	1.36	1.20	1.25	1.25
应收账款周转率	59.94	61.97	61.97	61.97
应付账款周转率	5.43	5.45	5.45	5.45
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	1.55	1.98	2.63
每股经营现金流	1.62	1.09	2.96	3.61
每股净资产	5.00	7.64	8.79	10.60
估值比率				
P/E	37.92	26.25	20.60	15.50
P/B	8.88	5.34	4.63	3.84
EV/EBITDA	25.59	16.09	12.95	9.77

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：文献，华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人：陆金鑫，北京大学生物学本科，中科院化学所博士。8年粮油央企战略运营与研发管理经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。