

# 伊利股份 (600887.SH) 业绩稳步增长，多业务布局未来可期

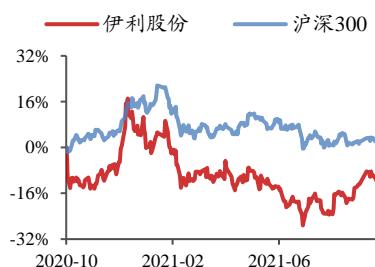
2021 年 10 月 29 日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**

日期	2021/10/29
当前股价(元)	43.00
一年最高最低(元)	51.85/30.90
总市值(亿元)	2,615.34
流通市值(亿元)	2,562.92
总股本(亿股)	60.82
流通股本(亿股)	59.60
近 3 个月换手率(%)	68.72

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩超预期，份额持续提升，领先地位稳固》 - 2021.8.31

《公司信息更新报告-2021Q1 业绩超预期，利润有望持续释放》 - 2021.4.29

《公司信息更新报告-竞争趋缓，费用率改善，业绩弹性大》 - 2020.10.30

**张宇光（分析师）**

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

**叶松霖（分析师）**

yesonglin@kysec.cn

证书编号: S0790521060001

### ● 业绩稳步增长，维持“买入”评级

公司 2021Q3 总营收 285.0 亿元，同比增 8.6%；净利 26.22 亿元，同比增 14.6%。由于奶粉业务快速增长，我们上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利为 90.1 (+3.5)、106.4 (+5.8)、125.1 (+9) 亿元，EPS 分别 1.48 (+0.06)、1.75 (+0.1)、2.06 (+0.15) 元，当前股价对应 PE 为 29.0、24.6、20.9 倍，公司份额持续提升，维持“买入”评级。

### ● 2021Q3 常温奶稳步增长，奶粉业务快速增长

2021Q3 液态奶、奶粉、冷饮业务分别增 2.1%、48.2%、20.8%。2021Q3 中秋旺季，乳制品需求较为旺盛，常温奶产品动销较好，重点产品如安慕希、金典、基础白奶皆稳步增长。2021Q3 液态奶增速放缓主因低温酸奶拖累。公司发力奶粉业务，2021Q3 奶粉收入增速约 40%以上。展望全年，液态奶稳步增长、奶粉快速发力下，预计全年收入增速约 13%。

### ● 2021Q3 净利率提升主因毛利率改善

2021Q3 净利率同比增 0.6pct 至 9.3%，主因毛利率同比增 1pct 至 35.9%。毛利率提升主因：(1) 奶粉业务占比提升；(2) 买赠促销力度减弱。销售费率同比降 0.5pct 至 20%，主因规模效应体现。展望 2021Q4，公司仍可通过减少买赠促销、产品结构升级等方式缓解成本压力；临近冬奥会，线上费用投放或略增，但规模效应下预计全年销售费率较为稳定。预计公司 2021 年净利增速约 27%。

### ● 份额持续提升，积极布局高增长业务

公司份额持续提升，2021Q1-Q3 常温奶和婴配粉的市占率分别同比增 0.1、1.1pct 至 38.7%、7.1%。公司在巩固液态奶的领先优势、不断提升液态奶份额的同时，重点布局高增长业务：(1) 奶酪业务增长较快，会通过优化管理机制、不断开发新品、完善渠道布局等方式发力奶酪业务；(2) 奶粉：未来一方面拟入股澳优乳业，与其在供应链、渠道等产生协同效应；另一方面通过新品研发、增加渠道覆盖率等方式推动奶粉增长。公司多业务发展战略下仍可稳步增长。

### ● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,009	96,524	109,041	121,358	134,898
YOY(%)	14.0	7.2	13.0	11.3	11.2
归母净利润(百万元)	6,934	7,078	9,010	10,635	12,512
YOY(%)	7.7	2.1	27.3	18.0	17.6
毛利率(%)	37.3	36.0	36.6	37.5	38.4
净利率(%)	7.7	7.3	8.3	8.8	9.3
ROE(%)	26.5	23.3	26.1	26.5	26.2
EPS(摊薄/元)	1.14	1.16	1.48	1.75	2.06
P/E(倍)	37.7	36.9	29.0	24.6	20.9
P/B(倍)	10.0	8.6	7.6	6.5	5.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	25706	28381	39463	36061	50980	<b>营业收入</b>	90009	96524	109041	121358	134898
现金	11325	11695	19961	16906	28798	营业成本	56392	61806	69088	75803	83046
应收票据及应收账款	1837	1759	2304	2218	2808	营业税金及附加	577	547	658	710	802
其他应收款	195	115	235	155	279	营业费用	21070	21538	23880	26699	29812
预付账款	1157	1290	1474	1602	1818	管理费用	4285	4876	5452	6007	6677
存货	7715	7545	9513	9203	11301	研发费用	495	487	575	626	704
其他流动资产	3476	5976	5976	5976	5976	财务费用	8	188	89	377	511
<b>非流动资产</b>	34755	42774	44991	46863	48845	资产减值损失	-241	-339	-120	-133	-148
长期投资	1961	2903	4123	5375	6611	其他收益	588	676	632	654	643
固定资产	18296	23343	24884	25913	26811	公允价值变动收益	78	171	125	148	136
无形资产	1409	1536	1596	1667	1852	投资净收益	545	600	572	586	579
其他非流动资产	13090	14992	14388	13908	13571	资产处置收益	-25	-6	-14	-21	-17
<b>资产总计</b>	60461	71154	84454	82924	99825	<b>营业利润</b>	8280	8558	10733	12637	14837
<b>流动负债</b>	31432	34768	45024	38834	49188	营业外收入	30	49	39	44	42
短期借款	4560	6957	6957	6957	6957	营业外支出	116	457	212	233	255
应付票据及应付账款	10801	11636	13445	14073	16074	<b>利润总额</b>	8194	8150	10561	12447	14623
其他流动负债	16071	16176	24622	17804	26157	所得税	1243	1051	1533	1787	2082
<b>非流动负债</b>	2755	5853	4857	3846	2838	<b>净利润</b>	6951	7099	9028	10660	12542
长期借款	1971	5137	4142	3130	2122	少数股东损益	17	21	17	24	30
其他非流动负债	784	716	716	716	716	<b>归母净利润</b>	6934	7078	9010	10635	12512
<b>负债合计</b>	34187	40622	49881	42680	52027	<b>EBITDA</b>	10219	11002	13143	15285	17674
少数股东权益	143	149	166	190	220	EPS(元)	1.14	1.16	1.48	1.75	2.06
股本	6096	6083	6083	6083	6083						
资本公积	844	1417	1417	1417	1417	<b>主要财务比率</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	21534	23541	26279	29546	33287	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	26131	30384	34407	40054	47578	营业收入(%)	14.0	7.2	13.0	11.3	11.2
负债和股东权益	60461	71154	84454	82924	99825	营业利润(%)	7.7	3.4	25.4	17.7	17.4
						归属于母公司净利润(%)	7.7	2.1	27.3	18.0	17.6
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	37.3	36.0	36.6	37.5	38.4
						净利率(%)	7.7	7.3	8.3	8.8	9.3
						ROE(%)	26.5	23.3	26.1	26.5	26.2
						ROIC(%)	21.1	17.1	19.5	20.7	21.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	56.5	57.1	59.1	51.5	52.1
						净负债比率(%)	-16.0	4.8	-21.9	-13.7	-38.5
						流动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
						速动比率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.7	1.5	1.4	1.5	1.5
						应收账款周转率	57.7	53.7	53.7	53.7	53.7
						应付账款周转率	5.7	5.5	5.5	5.5	5.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.14	1.16	1.48	1.75	2.06
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.62	2.98	1.20	3.77
						每股净资产(最新摊薄)	4.30	5.00	5.66	6.59	7.82
						<b>估值比率</b>					
						P/E	37.7	36.9	29.0	24.6	20.9
						P/B	10.0	8.6	7.6	6.5	5.5
						EV/EBITDA	25.2	23.9	19.3	16.8	13.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号  
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号  
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn