

伊利股份（600887）：盈利改善逻辑不断兑现，各细分板块剑指行业第一

2021年10月29日

强烈推荐/维持

伊利股份 公司报告

事件：公司发布 2021Q3 业绩报告，2021Q1-Q3 营收 850.7 亿元，同比+15.2%；归母净利润 79.4 亿元，同比+31.9%。2021Q3 营收 285 亿元，同比+8.6%；归母净利润 26.2 亿元，同比+14.56%。收入与利润均超出我们预期。

公司各板块业务收入稳步提升，产品结构不断优化，市占率不断领先。 2021Q3，公司液态奶/奶粉及奶制品/冷饮/其他产品收入分别为 223.1/40.4/14.1/0.7 亿元，同比+2.1%/48.2%/20.8%/88.7%。奶粉板块增速 48.2% 表现亮眼，强大的渠道能力、品牌效应与技术优势驱动公司婴幼儿配方奶粉“金领冠”与成人奶粉“欣活”销量均达细分品类第一，其中金领冠珍护增速超 40%；另外，公司于 10.27 发布公告，通过协议转让、认购新股的形式收购澳优 34.33% 的股权，也彰显了公司未来对奶粉业务的重视与发力决心。液态奶方面，结构升级趋势不改，21Q1-Q3 高端白奶金典同比+20% 以上，金典有机增速更是超过 50%；常温酸奶安慕希的市场份额达到 65.1%，继续保持行业第一领先地位；低温鲜奶 200% 高速增长，液态奶增速放缓主要由于低温酸奶行业降速所致。奶酪方面，公司日前增资子公司“伊家好奶酪”，加大奶酪资源投入和布局。市场方面，公司前三季度常温奶/低温奶/婴幼儿奶粉市占率 38.7%/15.1%/7.1%，常温奶/婴幼儿奶粉市占率同比 +0.1/1.1pct，高端有机白奶、常温酸奶、低温酸奶均牢牢占据市场第一的地位，彰显龙头品牌效应。

原奶成本上涨背景下公司毛利率同比向好，销售费用率环比下降，毛销差扩大逻辑不断验证，盈利能力不断改善；公司也持续受益于行业成本压力下竞争趋缓带来的格局优化。2021Q3 生鲜乳价格仍处于高位，同比+11%，原奶成本高企令行业成本持续承压。21Q3 公司销售费用率 21.3%，同比-1.3pct；毛利率 36.8%，同比-0.13pct，毛利率缩窄幅度远远低于成本上涨幅度，得益于公司强大的上下游布局以及成本优化能力；同时，费用投放不断缩减，也验证了我们此前对行业竞争格局趋缓、龙头降费减促的判断；如前所述，公司产品结构也不断优化升级，高端有机奶、奶粉、饮品等高毛利业务带动了盈利能力提升。在理性促销、结构升级、基础白奶提价、上游布局的推动下，毛销差扩大逻辑持续验证，净利率得到释放。21Q3 毛销差 15.5%，同比+1.2pct，环比+0.1pct；净利率 9.33%，同比+0.6pct，盈利能力稳步提升。

放眼未来，公司明确提出各品类均剑指行业第一，2025 年全球乳业前三、2030 年全球乳业第一战略目标不改。本月，公司组织投资者交流日活动，董事长潘刚、高管团队及各事业部负责人均出席，会上首次提出液奶巩固行业龙头优势；奶粉业务明年进军行业前二、五年内行业第一；奶酪、低温鲜奶均剑指行业第一的业务目标。在各赛道领先目标奠基下，公司重申 2025 年全球乳业前三、2030 年全球乳业第一的战略。叠加日前收购奶粉领军者澳优 34.33% 股权，并在供应链、技术、渠道等方面开始推进协同的举措，公司达成目标的决心与信心进一步得到验证。**此外，公司首次提出在 3-5 年内净利率达到 9-10% 的目标，强调未来每年净利率提升 0.5pct 的指引。**我们认为，长期来

公司简介：

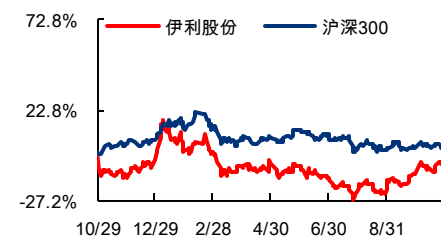
伊利集团是中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业，稳居全球乳业第一阵营，蝉联亚洲乳业第一。公司规模大、产品线健全，是符合奥运会标准，为 2008 年北京奥运会提供服务的乳制品企业；也是符合世博会标准，为 2010 年上海世博会提供服务的乳制品企业。伊利一直坚持和推动创新战略，经过多年发展，已经建立了多个领先的技术研发和产学研合作平台，持续推动行业创新。其中，国家认定企业技术中心、乳品深加工技术国家和地方联合工程研究中心、全国冷冻饮品标准化技术委员会秘书处、国家乳制品加工技术研发专业分中心、国家肉肉检测中心的乳品检测研究室等都属于国家级别的研发创新平台。

资料来源：公司官网，Wind

交易数据

52 周股价区间（元）	51.69-31.46
总市值（亿元）	2,479.1
流通市值（亿元）	2,429.41
总股本/流通 A 股（万股）	608,218/608,218
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.2

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

研究助理：韦香怡

看，在集中度提高、格局愈发稳定的背景下，未来行业有望摆脱原有价格战竞争，转向差异化、创新化、结构提升的良性竞争；公司毛销差有望进一步优化，从而为实现净利率目标打下坚实基础。而今年以来公司的财务表现也验证了我们这一判断。在行业上游周期边际变化方面，我们判断明年年中原奶供需关系将从紧缺转向逐渐转向紧平衡，从而奶价增速及奶价本身将有望逐渐回落，进一步奠基公司毛销差扩大、净利率目标；因此，我们认为未来行业需求无虞，公司产品创新、结构提升趋势不改；竞争格局有望延续缓解态势，公司将持续受益于行业竞争趋缓、格局优化、集中度提升，从而实现业务及业绩目标。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2021-2023年净利润分别为89.2、106.4和120.9亿元，对应EPS分别为1.47、1.75和1.99元。当前股价对应2020-2022年PE值分别为27.79、23.29和20.5倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：原奶价格大幅上涨，疫情反复影响终端消费。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	90,223.08	96,885.64	111,418.49	122,560.34	133,590.77
增长率(%)	13.41%	7.38%	15.00%	10.00%	9.00%
归母净利润(百万元)	6,933.76	7,078.18	8,920.48	10,644.95	12,091.72
增长率(%)	7.73%	2.13%	25.94%	19.23%	13.62%
净资产收益率(%)	26.53%	23.30%	25.91%	25.87%	26.54%
每股收益(元)	1.15	1.17	1.47	1.75	1.99
PE	35.44	34.84	27.79	23.29	20.50
PB	9.51	8.16	6.31	4.99	4.03

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	25706	28381	45078	50366	69348	营业收入	90223	96886	111418	122560	133591						
货币资金	11325	11695	27593	31462	49448	营业成本	56392	61806	70194	76600	82826						
应收账款	1616	1616	1526	1679	1464	营业税金及附加	577	547	557	613	854						
其他应收款	195	115	133	146	159	营业费用	21070	21538	24735	26963	29390						
预付款项	1157	1290	1290	1290	1290	管理费用	4285	4876	5571	6128	6680						
存货	7715	7545	5769	5247	4538	财务费用	8	188	326	235	126						
其他流动资产	2783	4028	6644	8649	10635	研发费用	495	487	557	613	668						
非流动资产合计	34755	42774	47457	52442	55946	资产减值损失	-241.4	-339.31	115.00	90.00	90.00						
长期股权投资	1961	2903	2903	2903	2903	公允价值变动收益	78.16	171.09	0.00	0.00	0.00						
固定资产	18296	23343	28125	32319	36146	投资净收益	544.87	599.73	120.00	120.00	130.00						
无形资产	1409	1536	1544	1551	1558	加:其他收益	587.79	676.33	676.33	676.33	676.33						
其他非流动资产	3151	2952	3829	4178	4027	营业利润	8280	8558	10155	12109	13757						
资产总计	60461	71154	92535	102809	125294	营业外收入	29.84	48.52	20.00	20.00	21.00						
流动负债合计	31432	34768	41309	40592	50198	营业外支出	116.05	456.90	15.00	15.00	15.00						
短期借款	4560	6957	6287	6953	6600	利润总额	8194	8150	10160	12114	13763						
应付账款	10501	11376	13462	14690	20423	所得税	1243	1051	1219	1454	1652						
预收款项	6020	0	1663	3826	6001	净利润	6951	7099	8940	10660	12112						
一年内到期的非流动负债	306	823	1312	1523	1421	少数股东损益	17	21	20	15	20						
非流动负债合计	2755	5853	11791	12311	13311	归属母公司净利润	6934	7078	8920	10645	12092						
长期借款	471	1375	7575	7575	7575	主要财务比率											
应付债券	1500	3762	3230	4000	5000		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
负债合计	34187	40622	53100	52903	63509	成长能力											
少数股东权益	143	149	169	184	204	营业收入增长	13.41%	7.38%	15.00%	10.00%	9.00%						
实收资本(或股本)	6096	6083	6083	6083	6083	营业利润增长	7.66%	3.36%	18.65%	19.24%	13.62%						
资本公积	844	1417	1417	1417	1417	归属于母公司净利润增长	7.67%	2.08%	26.03%	19.33%	13.59%						
未分配利润	18327	20493	28967	39080	50567	获利能力											
归属母公司股东权益合计	26131	30384	39266	49722	61581	毛利率(%)	37.50%	36.21%	37.00%	37.00%	37.00%						
负债和所有者权益	60461	71154	92535	102809	125294	净利率(%)	7.70%	7.33%	8.02%	8.70%	9.07%						
现金流量表						单位:百万元					总资产净利润(%)						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)					11.47%	9.95%	9.64%	10.35%	9.65%		
经营活动现金流	8455	9852	23778	11081	24365	偿债能力											
净利润	6951	7099	8940	10660	12112	资产负债率(%)	57%	57%	57%	51%	51%						
折旧摊销	1957.96	2442.36	2318.36	2860.31	3410.19	流动比率	0.82	0.82	1.09	1.24	1.38						
财务费用	8	188	326	235	126	速动比率	0.57	0.60	0.95	1.11	1.29						
应收账款减少	-514	-1	90	-153	215	营运能力											
预收账款增加	1619	-6020	1663	2163	2176	总资产周转率	1.67	1.47	1.36	1.25	1.17						
投资活动现金流	-9999	-9043	-6889	-7441	-6832	应收账款周转率	66	60	71	76	85						
公允价值变动收益	78	171	0	0	0	应付账款周转率	9.33	8.86	8.97	8.71	7.61						
长期投资减少	0	0	-67	166	-88	每股指标(元)											
投资收益	545	600	120	120	130	每股收益(最新摊薄)	1.15	1.17	1.47	1.75	1.99						
筹资活动现金流	-1016	-47	-992	229	453	每股净现金流(最新摊薄)	-0.42	0.13	2.61	0.64	2.96						
应付债券增加	1500	2262	-532	770	1000	每股净资产(最新摊薄)	4.29	5.00	6.46	8.17	10.12						
长期借款增加	471	904	6200	0	0	估值比率											
普通股增加	18	-14	0	0	0	P/E	35.44	34.84	27.79	23.29	20.50						
资本公积增加	-1997	573	0	0	0	P/B	9.51	8.16	6.31	4.99	4.03						
现金净增加额	-2560	762	15898	3869	17985	EV/EBITDA	19.94	18.83	15.05	12.46	9.95						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	伊利股份（600887）：盈利改善逻辑持续验证，利润率长期释放可期	2021-09-02
公司普通报告	伊利股份（600887）：原奶价格上涨催化盈利改善，龙头空间可期	2021-01-14
行业普通报告	食品饮料行业周观点：关于白酒周期波动的几点思考	2021-10-26
行业普通报告	食品饮料行业报告：食品饮料行业周观点：糖酒会反馈积极，白酒景气度不改	2021-10-13
行业深度报告	植物蛋白饮品系列报告（一）：乘风健康消费，空间广阔、赛道革新	2021-09-16
行业普通报告	食品饮料行业周观点：白酒股价 Q4 能否复苏的两个可观察指标	2021-09-13
行业深度报告	食品饮料：以日鉴中，日本消费格局演变观察	2021-08-24
行业普通报告	食品饮料行业周观点：白酒企业被约谈引发市场走低，维稳出发点利好长期行业发展	2021-08-22
行业普通报告	食品饮料行业周观点：关注下半年原奶供需从紧缺转向紧平衡拐点	2021-08-02
行业普通报告	食品饮料行业周观点：华润啤酒半年报报喜，看好啤酒板块长期发展逻辑	2021-07-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、软饮料、乳制品板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526