

2021年10月29日

证券分析师 于芝欢

执业证号: S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

## Q3 业绩大超预期，配置价值突出，重申“买入”评级

买入 (维持)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	96885.64	110434	122581	135452
同比 (%)	7.4%	14.0%	11.0%	10.5%
归母净利润 (百万元)	7078	9219	10811	12541
同比 (%)	2.1%	30.2%	17.3%	16.0%
每股收益 (元/股)	1.16	1.52	1.78	2.06
P/E (倍)	32.81	25.19	21.48	18.52

**事件: Q3 收入符合预期, 费用收缩下, 利润大超预期。**公司发布 2021 年三季报, 前三季度实现营收 846.7 亿元, 同比+15.19%, 归母净利润 79.4 亿元, 同比+31.87%, 扣非归母净利润 75.5 亿元, 同比+29.96%。2021Q3 单季度实现营收 283.8 亿元, 同比+8.48%, 归母净利润 26.2 亿元, 同比+14.56%, 扣非归母净利润 25.4 亿元, 同比+24.25%。

### 投资要点

■ **Q2 整体稳健增长, 液奶略受疫情影响, 奶粉实现高增, 新品类表现亮眼。**液体乳/奶粉/冷饮/其他 2021Q3 营收分别为 223.1/40.4/14.1/0.7 亿元, 同比+2.12%/+48.22%/+20.76%/+88.68%。其中, 2021 年前三季度白奶/金典分别约增 20%/20%, 公司预计全年延续该趋势, 安慕希全年保持正增长, 其中各品牌高端产品取得更高增速, 结构升级持续。液体乳增速较低主要源于低温酸拖累, 经测算, 预计常温保持中高位数增长, 低温鲜奶保持快增, 公司加大低温鲜奶布局以来, 实现快速提升。奶粉业务在积极求变下取得良好效果, 实现同比 40+% 增长, 母婴渠道份额稳步提升, 奶酪实现翻倍增长, 新品类业务如矿泉水等实现高增。2021Q3 常温实现市占率 38.7%, 同比+0.1pct, 低温市占率 15.1%, 明显提升, 婴儿粉市占率 7.1%, 同比+1.1pct。(以上市占率皆为尼尔森零售口径)。

■ **结构升级, 买赠缩减下毛利率同比提升, 销售费用率及税率下行拉升净利率。**2021Q3 毛利率 35.6%, 同比+0.90pct, 2021Q3 原奶成本同比增中高个位数, 2021 年 9 月开始上涨幅度环比收窄, 公司通过减少促销买赠、产品结构优化、以及奶粉占比提升有效对冲成本上行。2021Q3 销售费用率同比-0.4pct 至 20% (相比 2019 年 Q3 降低 1.81pct), 费用投放持续缩减, 产业格局改善逻辑持续验证。同时, 由于白奶占比提升, 税率下行亦对盈利有提振。综合 Q3 归母净利率 9.2%, 同比+0.48pct, 相比 2019 年 Q3 提高 1.36pct, 盈利显著改善。

■ **Q4 预计稳健增长, 盈利改善持续兑现, 全年业绩有保障, 中长期增长路径清晰, 预计并购加速, 稳步迈向全品类第一。**展望 2021Q4, 我们预计收入稳健, 常温白奶继续保持高景气, 产品结构持续优化, 同时奶粉变革表现亮眼。成本端奶价上涨幅度缩窄, 成本压力环比减轻, 2021Q4 费用端或有部分赛事、节目费用集中投放, 但我们预计属季节性波动, 全年看费用稳中有降。同时公司近期战略入股澳优, 经测算对净利率有一定提振作用, 中长期公司收入增长路径清晰, 利润率提升诉求明确, 后续我们预计将迎来更多催化。

■ **盈利预测与投资评级:**迈入后千亿时代, 公司增长路径清晰, 收入利润诉求更为均衡, 全品类第一目标下后续预计迎来更多催化, 当前估值具有性价比。暂不考虑入股澳优增厚投资收益, 我们略上调 2021-2023 年 EPS 预测为 1.52/1.78/2.06 元 (前值为 1.48/1.74/2.03 元), 当前股价对应 PE 分别为 25/21/19 倍。当前配置价值突出, 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

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	43.00
一年最低/最高价	30.90/51.85
市净率(倍)	7.49
流通 A 股市值(百万元)	25629231.03

### 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
<b>流动资产</b>	28,381	38443	49670	62900	<b>营业收入</b>	96,886	110,434	122,581	135,452
现金	11,695	19829	29331	40752	减:营业成本	61,806	70,290	77,532	85,270
应收账款	1,759	2005	2226	2460	营业税金及附加	547	648	691	764
存货	7,545	8581	9465	10410	营业费用	21,538	23580	25987	28581
其他流动资产	7,266	6462	6955	7448	管理费用	4,876	5,378	6,129	6,773
<b>非流动资产</b>	42,774	46,800	50,721	54,489	研发费用	487	517	616	681
长期股权投资	2,903	2,903	2,903	2,903	财务费用	188	585	463	316
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	553	540	588
无形资产	1,536	1,449	1,362	1,275	其他收益	676	631	650	750
其他非流动资产	12815	12075	11335	10594	资产处置收益	-6	-19	-14	-19
<b>资产总计</b>	71,154	85243	100391	117388	<b>营业利润</b>	8,558	10,809	12,929	15,105
<b>流动负债</b>	34,768	39326	43402	47671	加:营业外净收支	-408	-96	-135	-193
短期借款	6,957	6957	6957	6957	<b>利润总额</b>	8,150	10713	12411	14397
应付账款	11,636	13233	14596	16053	减:所得税费用	1,051	1517	1600	1857
其他流动负债	16,176	15330	17645	20034	少数股东损益	21	-23	0	-1
<b>非流动负债</b>	5,853	5,853	5,853	5,853	<b>归属母公司净利润</b>	7,078	9219	10811	12541
长期借款	1,375	1375	1375	1375	EBIT	7,633	9,353	10,977	12,694
其他非流动负债	4,478	250	250	250	EBITDA	10,075	11,952	13,607	15,404
<b>负债合计</b>	40,622	45,172	49,249	53,517	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	149	126	125	125	每股收益(元)	1.16	1.52	1.78	2.06
归属母公司股东权益	30,384	40064	51135	63863	每股净资产(元)	5.00	6.57	8.39	10.48
<b>负债和股东权益</b>	71,154	85243	100391	117388	发行在外股份(百万股)	6083	6082	6082	6082
					ROIC(%)	15.3%	16%	16%	15%
					ROE(%)	23.3%	23%	21%	20%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	36.2%	36.35%	36.75%	37.05%
经营活动现金流	9,852	14476	15892	17826	销售净利率(%)	7.3%	8.3%	8.8%	9.3%
投资活动现金流	-9,043	-5620	-5667	-5682	资产负债率(%)	57.1%	53.1%	49.3%	45.8%
筹资活动现金流	-47	-723	-723	-723	收入增长率(%)	7.4%	14.0%	11.0%	10.5%
现金净增加额	367	8134	9502	11421	净利润增长率(%)	2.1%	30.2%	17.3%	16.0%
折旧和摊销	2,442	2,599	2,630	2,710	P/E	32.81	25.19	21.48	18.52
资本开支	-6,500	-6,300	-6,269	-6,332	P/B	7.64	5.81	4.55	3.64
营运资本变动	172	2,579	2,292	2,400	EV/EBITDA	23.17	17.85	15.14	12.70

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>