



伊利股份(600887)

目标价: 54.17

昨收盘: 43.0

食品饮料 食品加工

伊利股份(600887)三季报点评：收入稳健增长、业绩再超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	6,082/6,082
总市值/流通(百万元)	261,534/261,534
12个月最高/最低(元)	51.69/31.46

相关研究报告：

伊利股份(600887)《伊利股份(600887)年报及一季报点评：提前实现全球乳业前五强，开局完美应对成本上涨》—2021/05/01

伊利股份(600887)《伊利股份最新动态点评：销售趋势向好，全年预期改善》—2020/06/21

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

事件：2021年前三季度公司实现营业收入846.74亿元(+15.19%)；归母净利润79.44亿元(+31.87%)；扣非归母净利润75.47亿元(+29.96%)。21Q3实现营业收入283.81亿元(+8.48%)；归母净利润26.22亿元(+14.56%)；扣非归母净利润25.37亿元(+24.25%)。

一、收入稳健增长，渗透率持续提升，奶粉表现亮眼

公司前三季度实现营业收入846.74亿元(+15.19%)。分类别看，液体乳前三季度收入647.16亿元(+13.0%)。其中，常温白奶和金典增速20%，有机金典增速超过50%、份额提升1.6pct；安慕希市场份额达65.1%、提升1.7pct；低温奶增速200%、预计全年继续保持高增势头。整体看，常温市占率38.7%(+0.1pct)、高端有机白奶与常温酸奶进一步巩固市场第一的地位；低温市占率15.1%(-0.1pct)、低温酸奶市占率保持细分品类第一。

前三季度奶粉及奶制品实现收入116.69亿元(+24.5%)、市占率7.1%(+1.1pct)。其中奶粉业务增速30%左右，按照当前奶粉发展势头、预计未来公司仍将向内生增长25%的目标努力。奶酪业务C端增速180%+、市占率提升6.9pct，全年有望实现翻倍增长；另外公司的常温奶酪棒近期陆续上市，将协同常温渠道、希望实现快速铺市。冷饮业务销售收入69.47亿元(+15.1%)。

单三季度液体乳收入223.09亿元(+2.1%)，增速放缓主要系7、8月宏观经济和汛情的影响，9月增速好转。Q3奶粉及奶制品收入40.42亿元(48.2%)，其中奶粉业务Q3全渠道增速行业第一、线下份额跃居国产品牌第二名；婴幼儿奶粉增速40%以上，9月份婴幼儿奶粉市占率达8%、提升2pct；金领冠因配方升级和去年低基数单三季度增速90%；9月母婴渠道渗透率提升2.6pct。Q3冷饮产品收入14.09亿元(20.8%)。

季度末合同负债41.70亿元，环比+3.94亿元(+10.4%)，同比+5.36亿元(14.7%)；应收票据及应收账款23.76亿、环比-1.98亿元、同比增加0.28亿元、保持平稳。销售收现320亿(+7.9%)，经营净现金流60.82亿元(+45%)。报表质量健康良好。

二、结构优化、理性促销、高毛利奶粉业务等诸多因素助力利润表现超预期

前三季度毛利率 36.8% (-0.1pct)，上半年原奶两位数增长，Q3 因去年高基数放缓到中个位数增长，Q4 奶价虽然绝对值仍处较高水平、但相比上半年压力放缓，预计今年奶价涨幅高个位数，理性促销和产品结构优化抵消成本压力的策略持续生效，预计全年毛利率保持平稳。

前三季度销售费用率 21.3% (-1.3pct)；管理费用率 4.4% (-0.1pct)；净利率 9.3%，同比+1.2pct，同比 19 年+1.5pct，净利率稳步提升。Q3 毛利率 35.6% (+0.9pct)，净利率 9.2% (+0.5pct)，销售费用率 20.0% (-0.5pct)，管理费用率 5.0% (-0.3pct)，毛销差 15.7% (+1.4pct)。而追溯上半年毛销差 15.5% (+1.2pct)，Q3 毛销差较上半年加大。预计四季度销售费用随着冬奥会临近、相关宣传投入加大，但在理性竞争趋势下，推测盈利能力将有所保障。

三、收购澳优助力奶粉业务实现行业第一

近期伊利通过全资子公司金港控股以协议转让、认购新股并触发全面要约义务的方式收购澳优乳业股权，直接购买+认购新股方式获得澳优 34.33% 股权，后续发起全面要约，若顺利完成，伊利将持有澳优 77.73% 的股权，实现业绩并表的同时，伊利更看重澳优在婴幼儿奶粉市场的全产业链布局优势，其在中国、北美、欧洲、俄罗斯、澳洲、中东等地拥有销售服务网络，在全球共有十个工厂，形成婴幼儿配方奶粉、儿童奶粉、成人奶粉、营养品的生命全阶段营养呵护体系。澳优旗下佳贝艾特 KABRITA 品牌的羊奶粉在国内进口羊奶粉市场连续多年占有率第一；超高端奶粉海普诺凯近年来持续高增长。2019、2020、2021H1 澳优总收入分别为 67.44、80.01、42.75 亿元，同比增长 24.8%、18.6%、10.6%，净利润分别为 8.78、10.04、5.94 亿元，同比增长 38.3%、14.3%、45.31%。未来伊利将在奶粉领域形成国产+进口双强势品牌的布局，两者将在供应链、研发、大健康等领域实现协调效应，为公司“2025 年实现奶粉行业第一”打下坚实基础，奶粉业务占比扩大也将提升未来公司整体盈利能力。

盈利预测与评级：

乳制品需求端预计保持稳定增长，供给端养殖行业高壁垒及规模化养殖牧场和乳企深度合作，预计奶价波动将来较为温和平稳，有利于行业竞争趋于理性。公司定调未来每年 0.5 个点的净利率提升，以及 3-5 年内净利率达到 9%-10%，今年以来连续三个季度业绩表现均超预期，行业龙头引导下，市场竞争将更体现在差异化竞争、创新竞争、产品力和品牌力的竞争上。

我们继续调高盈利预测，预计 2021-2023 年收入增速 14.35%、12.5%、11.03%，归母净利润增速分别为 30.10%、19.27%、17.33%，EPS 为 1.51、1.81、2.12（未考虑摊薄）。给予明年 30 倍估值、目标价 54.17 元、“买入”评级。

风险提示：原奶价格波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	968.9	1107.98	1246.48	1383.97
同比增长	7.38%	14.35%	12.50%	11.03%
净利润(百万元)	70.78	92.09	109.83	128.87
同比增长	2.08%	30.10%	19.27%	17.33%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.51	1.81	2.12
PE	36.95	28.40	23.81	20.30

资料来源：Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 -15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。