



2021年11月2日

### 伊利股份 (600887) : 业绩快速增长, 收购澳优加强布局奶粉领域

食品饮料

推荐(维持) 当前股价: 42.56元

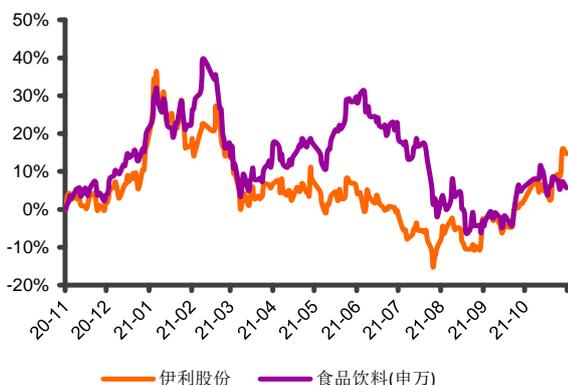
#### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	96,886	110,428	124,870	139,097
(+/-)	7.4%	14.0%	13.1%	11.4%
营业利润	8,558	10,756	12,544	14,424
(+/-)	3.4%	25.7%	16.6%	15.0%
归属母公司净利润	7,078	8,957	10,475	12,068
(+/-)	2.1%	26.5%	16.9%	15.2%
EPS (元)	1.16	1.47	1.72	1.98
市盈率	28.5	28.9	24.7	21.5

#### 公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	60.8/59.6
流通市值 (亿元)	2,537
每股净资产 (元)	5.74
资产负债率 (%)	57.09

#### 股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● **公司发布 2021 三季报。**报告期内, 公司实现营业收入 846.74 亿元, 同比增长 15.19%; 实现归属于上市公司股东的净利润 79.44 亿元, 同比增长 31.87%; 实现扣非后净利润 75.47 亿元, 同比增长 29.96%; 每股收益 1.31 元。其中 Q3 单季实现营业收入 283.81 亿元, 同比增长 8.48%; 归母净利润 26.22 亿元, 同比增长 14.56%; 每股收益 0.44 元。

● **收入稳步增长, 市场占有率不断提升。**前三季度公司收入稳步增长, 市场渗透率和覆盖人群持续增加。分产品来看, 液体乳实现收入 647.16 亿元, 同比+13%, 其中金典和常温白奶增速超 20%, 金典有机增速超 50%, 市占率提升 1.6pct, 安慕希市占率提升 1.7pct 至 65.1%, 低温奶增速超 200%; 奶粉及奶制品实现收入 116.69 亿元, 同比+24.5%, 奶粉业务增速 30%左右, 奶酪的市场零售份额同比+6.9pct, 增速超 180%; 冷饮实现收入 69.47 亿元, 同比+15.1%, 继续引领行业。Q3 单季液体乳收入 223.09 亿元, 同比+2.1%, 主要是受疫情以及汛情影响, 9 月有所好转; 奶粉及奶制品收入 40.42 亿元, 同比+48.2%; 冷饮产品收入 14.09 亿元, 同比+20.8%。

● **期间费用率控制良好, 原材料价格上涨致毛利率下降。**前三季度毛利率微降 0.13pct 至 36.81%, 主要是原料奶、油脂、纸箱等原辅材料价格同比大幅上涨, 但公司通过优化产品结构和理性促销对冲了成本控制压力。销售费用率 21.31%, 同比-1.30pct; 管理费用率 4.44%, 研发费用率 0.47%, 基本持平; 财务费用率-0.01%, 同比-0.15pct, 主要是利息收入以及汇兑收益增加所致。综合以上因素, 前三季度净利率 9.37%, 同比+1.18pct。

● **公司未来看点。**(1) 公司通过全资子公司香港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 34.33%的股权, 交易价格为 10.06 港元/股。标的公司为一家在全球拥有从奶源收集、产品研发、生产

到市场终端销售全产业链条的婴幼儿配方奶粉及营养食品企业，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，产品全面覆盖婴幼儿配方奶粉、儿童奶粉、成人奶粉、营养品等各个领域。尤其在羊奶粉领域，澳优在荷兰拥有全球领先的奶源资源优势，旗下 KABRITA 品牌羊奶粉在国内进口羊奶粉市场连续多年市场占有率第一，若收购顺利完成，公司将持有澳优 77.73%的股权，有望强化在婴幼儿配方奶粉及营养食品细分领域的市场竞争力，同时通过公司与标的公司在供应链、研发、大健康领域、渠道等方面带来良好的协同效应，更好地抓住行业发展契机，实现更好的发展；(2) 公司继续推进全球品牌体系建设，并以品质为基石，提升品牌竞争优势。在 BrandZ™发布的“2021 年最具价值中国品牌 100 强”以及“全球最具价值乳品品牌 10 强”榜单中，连续多年蝉联食品和乳制品行业第一公司，在凯度消费者指数《2021 年亚洲市场品牌足迹》报告中，连续 6 年成为消费者选择最多的品牌；(3) 作为行业龙头，公司品牌价值巨大，再加上主营业务正在从乳品迈向饮料、健康食品等领域，有望转型成为综合性食品企业。随着消费者的品牌意识增强和可支配收入的增加，奶酪、低温牛奶、健康食品等高价值品类有望快速增长。

● **盈利预测：**我们微调公司的盈利预测，2021-2023 年实现收入分别为 1,104.28、1,248.70 和 1,390.97 亿元，EPS 分别为 1.47、1.72 和 1.98 元，当前股价对应 PE 分别为 28.9、24.7 和 21.5 倍，维持“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；国外市场拓展不达预期；食品安全问题等。



图表 1: 公司盈利预测

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>					<b>营业收入</b>	<b>96,886</b>	<b>110,428</b>	<b>124,870</b>	<b>139,097</b>
货币资金	11,695	8,858	8,593	8,923	营业成本	61,806	69,330	78,314	87,096
应收款	1,875	2,147	2,428	2,705	营业税金及附加	547	547	547	547
存货	7,545	8,474	9,354	10,403	销售费用	21,538	24,846	27,721	30,601
其他流动资产	7,266	7,629	8,010	8,411	管理费用	4,876	5,411	6,243	6,955
流动资产合计	28,381	27,108	28,386	30,442	财务费用	188	91	116	137
<b>非流动资产:</b>					研发费用	487	552	624	695
金融类资产	3,894	4,284	4,712	5,183	费用合计	27,089	30,900	34,705	38,389
固定资产+在建工程	28,768	32,977	37,091	41,105	资产减值损失	-327	-229	-160	-112
无形资产+商誉	1,897	2,087	2,296	2,525	公允价值变动	171	0	0	0
其他非流动资产	8,214	9,035	9,939	10,933	投资收益	600	630	661	694
非流动资产合计	42,774	48,383	54,038	59,747	<b>营业利润</b>	<b>8,558</b>	<b>10,756</b>	<b>12,544</b>	<b>14,424</b>
资产总计	71,154	75,491	82,424	90,189	加: 营业外收入	49	53	59	65
<b>流动负债:</b>					减: 营业外支出	457	503	553	608
短期借款	6,957	7,305	7,670	8,053	<b>利润总额</b>	<b>8,150</b>	<b>10,307</b>	<b>12,050</b>	<b>13,880</b>
应付账款、票据	11,636	13,096	14,575	16,210	所得税费用	1,051	1,329	1,554	1,790
其他流动负债	16,176	17,148	18,837	20,694	<b>净利润</b>	<b>7,099</b>	<b>8,978</b>	<b>10,496</b>	<b>12,090</b>
流动负债合计	34,768	37,548	41,082	44,957	少数股东损益	21	21	22	22
<b>非流动负债:</b>					<b>归母净利润</b>	<b>7,078</b>	<b>8,957</b>	<b>10,475</b>	<b>12,068</b>
长期借款	1,375	0	0	0					
其他非流动负债	4,478	4,702	4,937	5,184					
非流动负债合计	5,853	4,702	4,937	5,184					
负债合计	40,622	42,250	46,019	50,142					
<b>所有者权益</b>									
股本	6,083	6,083	6,083	6,083					
资本公积金	1,417	1,417	1,417	1,417					
未分配利润	20,493	22,303	24,418	26,851					
少数股东权益	149	149	149	149					
所有者权益合计	30,533	33,241	36,405	40,047					
负债和所有者权益	71,154	75,491	82,424	90,189					
现金流量表(百万元)					主要财务指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	7099	8978	10496	12090	<b>成长性</b>				
折旧与摊销	2442	2639	3077	3536	营业收入增长率	7.4%	14.0%	13.1%	11.4%
财务费用	668	91	116	137	营业利润增长率	3.4%	25.7%	16.6%	15.0%
存货的减少	195	-929	-881	-1049	归母净利润增长率	2.1%	26.5%	16.9%	15.2%
营运资本变化	-645	1187	1199	1358	总资产增长率	17.7%	6.1%	9.2%	9.4%
其他非现金部分	105	385	430	481	<b>盈利能力</b>				
经营活动现金净流量	9852	12351	14437	16553	毛利率	36.2%	37.2%	37.3%	37.4%
投资活动现金净流量	-9043	-7238	-7619	-8021	营业利润率	8.8%	9.7%	10.0%	10.4%
筹资活动现金净流量	-47	-7951	-7083	-8201	三项费用/营收	28.0%	28.0%	27.8%	27.6%
现金流量净额	367	-2,837	-265	330	EBIT/销售收入	8.9%	9.8%	10.0%	10.3%
					净利润率	7.3%	8.1%	8.4%	8.7%
					ROE	23.3%	27.0%	28.8%	30.2%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	136.2%	146.3%	151.5%	154.2%
					<b>资产结构</b>				
					资产负债率	57.1%	56.0%	55.8%	55.6%
					<b>现金流质量</b>				
					经营净现金流/净利润	1.39	1.38	1.38	1.37
					<b>每股数据(元/股)</b>				
					每股收益	1.16	1.47	1.72	1.98
					每股净资产	5.02	5.46	5.99	6.58

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



## 分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>