伊利股份（600887）

更新報告

買入

2021 年 11 月 1 日

三季報業績再超預期，盈利能力漸入上升期

➢ **三季報業績表現再超預期：**公司前三季度共計實現總收入、歸母淨利潤分別為 850.1/79.4 億元，同比+15.2%/+31.9%，收入、淨利均創歷史新高。其中 Q3 單季度總收入、歸母淨利潤分別為 285.0/26.2 億元，同比+8.6%/+14.6%，公司期內利潤增速再次超出此前預期。

➢ **液態奶受短期干擾有所放緩，奶粉乳酪增速加快勢頭向好：**分業務看，公司前三季度液態乳業務、奶粉及乳製品業務、冷飲產品業務分別實現收入 647.2/116.7/69.5 億元，同比+13.0%/24.5%/15.1%，其中 Q3 單季度同比漲幅分別為+2.1%/48.2%/20.8%。**液態奶業務** Q3 增速有所放緩，主因 7-8 月份受國內局部區域疫情反復及自然災害影響，行業消費受到一定掣肘。常溫方面，前三季度公司市占率提升至 38.7%，其中大單品金典同增超+20%（其中金典有機產品同增超+50%），安慕希由於常溫優酪乳偏休閒屬性受到一定的行業影響，但期內市占率仍達到 65.1%，保持了絕對領先地位。低溫方面，低溫優酪乳暢輕依舊保持了市場細分品類第一地位，低溫鮮奶隨著行業高速發展也維持了高速增長勢頭。預計隨著疫情及自然災害等短期干擾因素逐漸消退，液奶業務由於具備高健康屬性，未來有望恢復到較快增速上。**奶粉及乳製品業務**收入呈現逐步提速態勢，其中乳酪業務在零售端同增達到+180%，為公司業績增長注入新的活力，預計今年全年公司乳酪業務收入有望實現翻倍。奶粉方面，期內公司在成人奶粉欣活銷量維持了行業細分品類中的第一地位的同時，嬰幼兒配方奶粉業務的整體市占率也較上年同期增長了 1.1pct 至 7.1%。公司嬰幼兒配方奶粉前三季度收入同比達到+30%以上，Q3 單季度同比增速預計在+40%以上，其中大單品金領冠在 9 月份成為了中國市場增速第一的品牌，公司母嬰管道滲透顯著加快。當前公司奶粉業務競爭力持續改善、產品配方不斷升級，未來增長勢頭良好。2021 年隨著公司戰略入股澳優乳業後，雙方有望從資源供應鏈、生產技術、管道賦能等多方面形成更多協同效應，預計未來公司奶粉業務有望實現 25%左右的內生複合增長。

➢ **上調目標價至 51.31 元，買入評級：**利潤方面，2021 下半年原奶維繫了上漲趨勢，但高基數下增速已有所放緩，其中 Q3 單季度公司通過產品結構優化及促銷收縮等策略，實現毛利率同比上浮 0.9pct 至 35.6%。我們預計公司全年原奶成本同比漲幅將回落至高單位數左右，公司主動擁抱高毛利產品系列，全年毛利率有望達到至少與去年持平的水準。費用方面，公司 Q3 銷售費用率為同比-0.5pct 至 20.0%，管理費用率同比-0.3pct 至 4.5%，降本控費成效進一步體現。隨著行業競爭趨於緩和、產品結構優化趨勢明確，預計未來公司利潤率將漸入上升期。綜上所述，基於公司 2021 前三季度業績顯著超出預期，未來長期發展規劃清晰，故我們上調公司 2021-2023 年利潤預期至 87.4/104.0/121.4（此前為 80.4/95.2/112.7）億元，上調目標價至 51.31 元，相當於 2022 年盈利預測 30 倍 PE，買入評級。

➢ **重要風險：**1）食品安全；2)奶價上漲超預期；3）疫情影響超預期。

黃海慈

tom.huang@firstshanghai.com.hk

852 2532 1539

主要資料

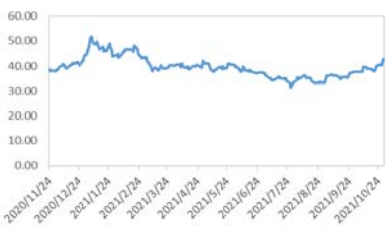
行業	乳製品/食品飲料
股價	43.00 元
目標價	51.31 元（+19.3%）
股票代碼	600887
總股本	60.82 億股
總市值	2562.92 億元
52 周高/低	51.85 元/30.90 元
每股淨資產	5.7395 元
主要股東	呼和浩特投資有限責任公司(8.85%)

盈利摘要

截止12月31日財政年度		2019历史	2020历史	2021预测	2022预测	2023预测
收入（百万元）		90,223	96,886	110,037	123,621	137,527
	变动（%）	13.4%	7.4%	13.6%	12.3%	11.2%
净利润（百万元）		6,934	7,078	8,735	10,403	12,135
	变动（%）	7.7%	2.1%	23.4%	19.1%	16.7%
每股收益（元）		1.15	1.17	1.44	1.71	2.00
市盈率@43元(倍)		37.4	36.8	29.9	25.1	21.6
每股派息（元）		0.8	0.8	1.0	1.2	1.4
股息现价比（%）		1.88%	1.91%	2.35%	2.80%	3.27%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

圖表 1:同行估值表

公司名称（中文）	代码	股价	总市值（百万）	EPS（报表币种）					PE					CAGR	PEG
				2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(2021-2023)	2021E
A股乳制品															
伊利股份	600887 CH Equity	43.00	261,534	1.150	1.196	1.449	1.692	1.954	37.4	36.0	29.7	25.4	22.0	16.1%	1.6
光明乳业	600597 CH Equity	13.95	17,082	0.410	0.500	0.534	0.622	0.673	34.0	27.9	26.1	22.4	20.7	12.3%	1.8
新乳业	002946 CH Equity	15.90	13,790	0.290	0.320	0.424	0.541	0.706	54.8	49.7	37.5	29.4	22.5	29.0%	1.0
妙可蓝多	600882 CH Equity	49.89	25,754	0.047	0.145	0.621	1.219	1.939	1061.5	344.1	80.3	40.9	25.7	76.7%	0.5
燕塘乳业	002732 CH Equity	28.02	4,409	0.790	0.670				35.5	41.8					
天润乳业	600419 CH Equity	12.22	3,282	0.590	0.560				20.7	21.8					
三元股份	600429 CH Equity	6.46	9,674	0.090	0.015				71.8	430.7					
简单平均				0.481	0.487	0.757	1.019	1.318	188.0	136.0	43.4	29.5	22.7	33.5%	1.2
A股其他															
贵州茅台	600519 CH Equity	1,826.08	2,293,918	32.800	37.170	41.910	48.986	56.789	55.7	49.1	43.6	37.3	32.2	16.4%	2.3
五 粮 液	000858 CH Equity	216.51	840,407	4.483	5.141	6.277	7.502	8.837	48.3	42.1	34.5	28.9	24.5	18.7%	1.5
洋河股份	002304 CH Equity	186.18	280,571	4.899	4.984	5.399	6.557	7.715	38.0	37.4	34.5	28.4	24.1	19.5%	1.5
青岛啤酒	600600 CH Equity	104.28	142,288	1.371	1.629	2.052	2.437	2.875	76.1	64.0	50.8	42.8	36.3	18.4%	2.3
重庆啤酒	600132 CH Equity	150.45	72,813	2.150	2.230	2.272	2.891	3.500	70.0	67.5	66.2	52.0	43.0	24.1%	2.2
海天味业	603288 CH Equity	117.02	492,956	1.269	1.523	1.661	2.016	2.399	92.2	76.8	70.5	58.0	48.8	20.2%	2.9
中炬高新	600872 CH Equity	36.35	28,958	0.901	1.117	0.967	1.208	1.432	40.3	32.5	37.6	30.1	25.4	21.7%	1.4
金龙鱼	300999 CH Equity	60.88	330,066	1.110	1.210	1.271	1.561	1.796	54.8	50.3	47.9	39.0	33.9	18.9%	2.1
洽洽食品	002557 CH Equity	56.90	28,848	1.216	1.597	1.797	2.126	2.474	46.8	35.6	31.7	26.8	23.0	17.3%	1.5
良品铺子	603719 CH Equity	41.92	16,810	0.950	0.870	1.047	1.286	1.555	44.1	48.2	40.0	32.6	27.0	21.9%	1.5
盐津铺子	002847 CH Equity	66.50	8,602	1.030	1.940	1.796	2.970	4.266	64.6	34.3	37.0	22.4	15.6	54.1%	0.4
牧原股份	002714 CH Equity	57.11	300,574	1.185	5.329	2.434	2.705	5.623	48.2	10.7	23.5	21.1	10.2	52.0%	0.4
双汇发展	000895 CH Equity	29.50	102,207	1.638	1.864	1.558	1.828	2.008	18.0	15.8	18.9	16.1	14.7	13.5%	1.2
涪陵榨菜	002507 CH Equity	34.88	30,961	0.770	0.980	0.894	1.142	1.386	45.3	35.6	39.0	30.5	25.2	24.5%	1.2
简单平均				3.984	4.827	5.095	6.087	7.333	53.0	42.9	41.1	33.3	27.4	24.4%	1.6
H股乳制品															
蒙牛乳业	2319 HK Equity	48.95	193,502	1.049	0.897	1.344	1.625	1.946	41.1	48.5	29.9	24.7	20.7	20.3%	1.2
中国飞鹤	6186 HK Equity	12.70	113,224	0.480	0.830	0.834	1.014	1.209	23.3	13.6	12.5	10.3	8.6	20.4%	0.5
H&H国际控股	1112 HK Equity	17.96	11,588	1.570	1.770	1.853	2.109	2.401	10.1	9.0	8.0	7.0	6.2	13.8%	0.5
澳优	1717 HK Equity	9.45	16,240	0.549	0.609	0.718	0.867	1.028	15.2	13.8	10.8	9.0	7.6	19.7%	0.5
雅士利国际	1230 HK Equity	0.58	2,752	0.024	0.021	0.050	0.063	0.076	21.3	24.5	9.7	7.6	6.4	23.3%	0.3
优然牧业	9858 HK Equity	4.44	16,852			0.530	0.736	0.890			6.9	5.0	4.1	29.6%	0.2
现代牧业	1117 HK Equity	1.44	10,236	0.055	0.121	0.155	0.223	0.263	22.9	10.6	7.6	5.3	4.5	30.3%	0.2
原生态牧业	1431 HK Equity	0.34	1,595	0.048	0.123				6.3	2.5					
中国圣牧	1432 HK Equity	0.53	4,442	0.004	0.054				116.8	8.8					
简单平均				0.472	0.553	0.783	0.948	1.116	32.1	16.4	12.2	9.8	8.3	22.5%	0.5
H股其他															
农夫山泉	9633 HK Equity	39.30	441,986	0.460	0.480	0.600	0.678	0.808	75.3	72.8	53.8	47.7	40.0	16.0%	3.0
VITASOY INT'L	345 HK Equity	18.32	19,603	0.656	0.504	0.646	0.349	0.518	27.9	36.3	28.4	52.5	35.4	-10.5%	-5.0
中国食品	506 HK Equity	3.04	8,504	0.149	0.178	0.200	0.227	0.247	17.9	15.2	12.6	11.1	10.2	11.1%	1.0
康师傅控股	322 HK Equity	14.56	81,945	0.593	0.722	0.675	0.755	0.845	21.7	17.9	17.8	15.9	14.2	11.9%	1.3
统一企业中国	220 HK Equity	6.57	28,378	0.316	0.376	0.338	0.392	0.439	18.3	15.5	15.9	13.8	12.3	14.0%	1.0
日清食品	1475 HK Equity	5.80	6,157	0.234	0.281	0.300	0.338	0.380	24.8	20.6	19.3	17.2	15.3	12.5%	1.4
中国旺旺	151 HK Equity	5.95	70,938	0.279	0.294	0.338	0.350	0.353	18.2	18.0	14.6	14.0	13.9	2.2%	6.4
达利食品	3799 HK Equity	4.30	58,885	0.280	0.280	0.291	0.313	0.340	13.5	13.6	12.1	11.3	10.4	8.1%	1.4
周黑鸭	1458 HK Equity	6.80	16,205	0.180	0.065	0.208	0.311	0.400	33.3	92.6	26.9	18.0	14.0	38.7%	0.5
百威亚太	1876 HK Equity	20.65	273,476	0.075	0.039	0.069	0.085	0.095	35.1	68.4	38.3	31.3	27.8	17.3%	1.8
华润啤酒	291 HK Equity	63.00	204,383	0.400	0.650	1.327	1.456	1.785	138.8	86.1	39.0	35.5	29.0	16.0%	2.2
青岛啤酒	168 HK Equity	67.55	92,170	1.371	1.629	2.002	2.303	2.641	43.4	36.9	27.7	24.1	21.0	14.9%	1.6
颐海国际	1579 HK Equity	43.10	45,121	0.741	0.902	0.951	1.089	1.325	51.3	42.5	37.3	32.5	26.7	18.0%	1.8
简单平均				0.441	0.492	0.611	0.665	0.783	40.0	41.3	26.4	25.0	20.8	13.1%	1.4
海外乳制品															
雀巢	NSRGY US Equity	131.19	369,300			4.460	4.800	5.149			27.0	25.1	23.4	7.4%	3.4
达能股份有限公司	BN FP Equity			2.950	2.990	3.275	3.480	3.708						6.4%	
利洁时	RB/ LN Equity					2.919	3.086	3.322						6.7%	
恒天然集团	FCG NZ Equity														
明治控股株式会社	2269 JT Equity	7,190.00	1,097,794	426.610	464.040	454.626	519.398	457.437	16.9	15.5	15.8	13.8	15.7	0.3%	44.8
简单平均									16.9	15.5	21.4	19.5	19.6	5.2%	24.1
海外其他															
可口可乐	KO US Equity	56.04	242,060	2.090	1.800	2.275	2.429	2.601	26.8	31.1	24.6	23.1	21.5	6.9%	3.3
怪兽饮料公司	MNST US Equity	84.90	44,902	2.040	2.660	2.652	2.995	3.347	41.6	31.9	32.0	28.3	25.4	12.3%	2.3
通用磨坊	GIS US Equity	62.04	37,577	2.920	3.590	3.729	3.791	3.923	21.2	17.3	16.6	16.4	15.8	2.6%	6.4
好时公司	HSY US Equity	179.40	36,957	5.489	6.134	7.021	7.499	7.966	32.7	29.2	25.6	23.9	22.5	6.5%	3.7
家乐氏	K US Equity	61.69	21,029	2.810	3.650	4.074	4.155	4.285	22.0	16.9	15.1	14.8	14.4	2.6%	5.8
卡尼格拉品牌股份有限公司	CAG US Equity	32.78	15,724	1.530	1.720	2.631	2.478	2.642	21.4	19.1	12.5	13.2	12.4	0.2%	63.3
简单平均									27.6	24.3	21.1	20.0	18.7	5.2%	14.1

資料來源：Bloomberg 預測、第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

附錄 1：主要財務報表

損益表

<元> <百万>，财务年度截至<12月31日>

	2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测
营业总收入	90,223.1	96,885.6	110,037.1	123,621.2	137,527.1
营业收入	90,009.1	96,524.0	109,598.7	123,128.7	136,979.2
毛利	33,617.4	34,718.4	39,571.3	45,519.1	51,646.0
营业总成本	82,826.5	89,441.1	101,061.2	112,812.2	124,904.5
营业成本	56,391.7	61,805.6	70,027.4	77,609.5	85,333.2
销售费用	21,069.7	21,537.6	24,323.7	27,536.3	30,801.0
管理费用	4,284.9	4,876.2	5,334.0	6,154.9	7,066.8
财务费用	8.0	188.1	213.0	209.4	252.3
营业利润	8,280.3	8,558.2	10,261.4	12,213.1	14,239.5
营业外收入	29.8	48.5	55.1	61.9	68.9
营业外支出	116.0	456.9	177.4	199.3	221.7
利润总额	8,194.1	8,149.8	10,139.1	12,075.7	14,086.6
所得税	1,243.4	1,050.9	1,378.9	1,642.3	1,915.8
净利润	6,950.7	7,098.9	8,760.2	10,433.4	12,170.8
归属母公司所有者的净利润	6,933.8	7,078.2	8,734.6	10,402.9	12,135.2
基本每股收益	1.15	1.17	1.44	1.71	2.00
增长(%)					
营业收入	14.0%	7.2%	13.5%	12.3%	11.2%
经营利润	7.7%	3.4%	19.9%	19.0%	16.6%
归母净利润	7.7%	2.1%	23.4%	19.1%	16.7%

财务分析

<元><百万>,财务年度截至<12月31日>

	2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测
盈利能力					
毛利率(%)	37.3%	36.0%	36.1%	37.0%	37.7%
营业利润率(%)	9.2%	8.9%	9.4%	9.9%	10.4%
归母净利率(%)	7.7%	7.3%	8.0%	8.4%	8.9%
ROA	12.9%	10.8%	12.1%	13.7%	14.7%
ROE	25.6%	25.0%	26.6%	28.5%	29.7%
营运表现					
SG&A/收入(%)	26.5%	25.3%	24.9%	25.1%	25.4%
实际税率 (%)	15.2%	12.9%	13.6%	13.6%	13.6%
股息支付率 (%)	70.9%	70.5%	70.5%	70.5%	70.5%
库存周转天数	42.8	45.1	45.1	45.1	45.1
应付账款天数	64.5	66.3	66.3	66.3	66.3
应收账款天数	6.3	6.8	6.8	6.8	6.8
财务状况					
权益负债率	130.1%	133.0%	109.7%	106.9%	98.3%
收入/总资产	83.3%	73.3%	75.5%	80.9%	82.6%
资产负债率	56.5%	57.1%	52.3%	51.7%	49.6%

资产负债表

<元> <百万>，财务年度截至<12月31日>

	2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测
货币资金	11,325.3	11,695.2	8,400.2	7,666.3	6,347.2
应收票据及应收账款	1,837.2	1,759.2	2,324.4	2,263.3	2,840.5
预付款项	1,157.2	1,289.7	1,461.3	1,619.5	1,780.7
其他应收款	194.8	115.5	131.1	147.3	163.9
存货	7,715.0	7,545.0	9,745.0	9,417.1	11,652.1
固定资产	18,296.2	23,343.4	27,894.1	31,984.8	35,615.7
在建工程	6,165.1	5,424.7	6,505.2	7,459.2	8,306.0
无形资产	1,408.7	1,535.8	1,674.4	1,825.4	1,990.1
商誉	527.5	361.6	361.6	361.6	361.6
资产合计	60,461.3	71,154.3	74,032.6	78,226.0	87,513.2
短期借款	4,559.6	6,956.7	6,956.7	6,956.7	6,956.7
应付帐款及应付票据	10,801.2	11,635.6	13,785.9	14,388.1	16,589.8
其他应付款	3,821.7	3,136.8	3,568.6	3,969.5	4,378.7
长期借款	471.1	1,375.0	1,375.0	1,375.0	1,375.0
负债合计	34,187.1	40,621.6	38,727.8	40,412.6	43,386.0
归属于母公司股东权益	26,131.0	30,383.9	35,170.7	37,693.8	44,022.2
少数股东权益	143.1	148.7	134.2	119.6	105.0
所有者权益合计	26,274.1	30,532.6	35,304.8	37,813.4	44,127.3
负债和股东权益合计	60,461.3	71,154.3	0.0	0.0	0.0

现金流量表

<元> <百万>，财务年度截至<12月31日>

	2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测
净利润	6,950.7	7,098.9	8,760.2	10,433.4	12,170.8
固定资产折旧	1,839.4	2,222.6	2,678.8	3,138.7	3,598.6
无形资产摊销	44.7	83.5	97.7	108.2	118.6
长期待摊费用摊销	73.8	136.3	109.5	88.0	70.9
存货的减少	(1,583.9)	194.6	(2,200.0)	328.0	(2,235.0)
经营性应收项目的减少	(2,222.0)	(3,301.6)	(565.2)	61.0	(577.1)
经营性应付项目的增加	3,045.1	2,657.0	2,150.3	602.2	2,201.7
经营活动产生的现金流量净额	8,455.5	9,851.6	11,031.4	14,759.5	15,348.5
购建及处置固定资产、无形资产和其他长期资产的现金流出净额	9,208.6	6,500.2	7,076.7	7,076.7	7,076.7
其他	790.7	2,542.9	2,542.9	2,542.9	2,542.9
投资活动产生的现金流量净额	-9,999	-9,043	-9,620	-9,620	-9,620
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,405.7	5,309.7	4,954.3	6,121.3	7,295.6
筹资活动产生的现金流量净额	(1,016.5)	(46.6)	(4,706.8)	(5,873.8)	(7,048.1)
现金及现金等价物净增加额	(2,498.2)	366.9	(3,295.0)	(733.9)	(1,319.1)
期初持有现金	13,564.9	11,066.7	11,433.6	8,138.6	7,404.7
期末持有现金	11,066.7	11,433.6	8,138.6	7,404.7	6,085.6

资料來源：公司資料、第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關聯人士不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關聯人士可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關聯人士可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2021 第一上海證券有限公司版權所有。保留一切權利。