

伊利股份（600887）：收入端全面开花，盈利改善持续兑现

2022 年 3 月 29 日

强烈推荐/维持

伊利股份 公司报告

事件：公司发布公告，2022 年 1 至 2 月，公司实现营业总收入 215 亿元左右，同比增长 15% 以上；利润总额 33 亿元左右，同比增长 20% 以上。

收入端全面开花，业务增长强劲，渗透率持续提升。2022 年 1 至 2 月，公司旗下液体乳、奶粉及奶制品、冷饮各项业务均保持良好增长态势，收入端全面开花。具体来看，公司白奶业务继续保持高增长态势，1 月公司常温白奶同比增长 12.6%；冷饮业务的销售额实现大幅增长；奶酪业务翻倍增长，根据尼尔森数据，2022 年 1 月伊利奶酪的市场份额同比提高 3 个百分点，1-2 月合计同比去年增长翻倍，增幅远高于同行业。奶粉方面，尼尔森数据显示，1 至 2 月金领冠销售收入同比增长 30% 以上，增速位列行业首位；2022 年 2 月，金领冠婴幼儿奶粉通过史上最严“新国标”，伊利为唯一通过的奶粉头部企业。除此之外，伊利母品牌实现 22% 销售额增速，创造历史最佳。**业务增长强劲的背后是伊利产品的市场渗透率持续提升，保持行业领先水平；**公司在地级市、县级市的市场渗透率同比分别提升 0.6 个百分点、1.2 个百分点，消费者触达规模持续上升。各项业务高歌猛进符合公司之前提出的各条线剑指第一的长期目标，乳业龙头扩张逻辑不断验证。

结构升级、持续推新铸就利润端向好。公司高端产品占比不断提升，产品结构升级持续，推动公司利润增速高于收入增速。根据公司公告，金典、安慕希、金领冠、巧乐兹等重点产品占比同比+3pcts，进一步拓展了高端细分市场的规模，保持高端产品份额的领先。具体来看，例如 1 月公司常温白奶同比增长 12.6%，其中金典增长 15.1%，增速为同品类第一；巧乐兹旗下高端品牌绮炫增长率达到 74% 以上，高端品牌甄稀增长率达到 82% 以上，超高端品牌须尽欢增长率达到 748% 以上。**创新驱动公司业务健康持续发展，推动产品结构不断升级。**今年以来，公司陆续推出了“金典超滤牛奶”、“安慕希丹东草莓”、“金领冠塞纳牧有机奶粉”、“须尽欢厚乳冰淇淋”等多款新品，高端新品、新业务的快速成长成为收入与利润的强劲动力。此外，伊利刚刚要收购成功的澳优，拥有全球羊奶第一品牌佳贝艾特、超高端牛奶粉品牌海普诺凯 1897 等知名品牌，强强联合后，伊利奶粉有望迎来高速增长。

盈利能力释放逻辑不断兑现，原奶成本或迎拐点。2022 年以来，原奶成本稳中有降，根据农业农村部数据，我国主产区生鲜乳 3 月 16 日最新价格为 4.19 元/公斤，同比-2.1%，今年内降幅达 1.4%。对比去年原奶价格持续上涨的情况，今年的价格在春节旺季后正常回落意味着原奶供需趋于平缓，我们有望看到原奶成本的拐点。叠加去年至今行业竞争格局趋缓、龙头降费减促的表现特征；我们认为，长期来看，在集中度提高、格局愈发稳定的背景下，奶价回落有望促进公司毛销差进一步优化，从而为实现每年提升 0.5pct 净利率目标打下坚实基础；但乳企利润端具体表现，还需要对当期销售费用的投放力度和投放节奏进行观察。**总体而言，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、

公司简介：

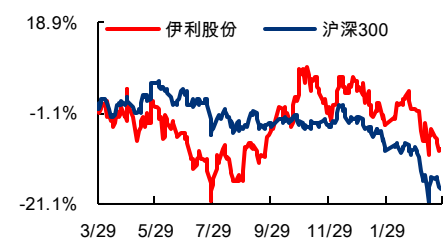
伊利集团是中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业，稳居全球乳业第一阵营，蝉联亚洲乳业第一。公司规模大、产品线健全，是符合奥运会标准，为 2008 年北京奥运会提供服务的乳制品企业；也是符合世博会标准，为 2010 年上海世博会提供服务的乳制品企业。伊利一直坚持和推动创新战略，经过多年发展，已经建立了多个领先的技术研发和产学研合作平台，持续推动行业创新。

资料来源：公司官网，Wind

交易数据

52 周股价区间（元）	43.24-31.46
总市值（亿元）	2,305.97
流通市值（亿元）	2,147.49
总股本/流通 A 股（万股）	640,013/640,013
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.08

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

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070032

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 2021-2023 年 PE 值分别为 24.57、20.59 和 18.12 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
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	31.33	30.79	24.57	20.59	18.12
PB	8.41	7.21	5.58	4.41	3.56

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		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
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		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
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(%)	11.47%	9.95%	9.64%	10.35%	9.65%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	26.53%	23.30%	22.72%	21.41%	19.64%
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					1.38
财务费用	8	188	326	235	126	速动比率					1.29
应收帐款减少	-514	-1	90	-153	215	营运能力					
预收帐款增加	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	31.33	30.79	24.57	20.59	18.12
资本公积增加	-1997	573	0	0	0	P/B	8.41	7.21	5.58	4.41	3.56
现金净增加额	-2560	762	15898	3869	17985	EV/EBITDA	21.15	19.94	16.02	13.27	10.66

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）：盈利改善逻辑不断兑现，各细分板块剑指行业第一	2021-10-29
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
行业普通报告	食品饮料行业：疫情影响下需求变化与市场竞争格局变迁思考	2022-03-28
行业普通报告	食品饮料行业报告：国际奶价短期涨价趋缓，中长期易涨难跌	2022-03-25
行业普通报告	食品饮料行业报告：食品公司 Q1 或面临疫情、成本双压力	2022-03-21
行业普通报告	食品饮料行业：核心资产业绩稳定增长 市场情绪进一步稳定	2022-03-14
行业普通报告	食品饮料行业：经济“稳增长”政策下，食品饮料迎景气转机	2022-03-11
行业普通报告	食品饮料行业报告：“稳增长”再强调坚定实施扩大内需战略	2022-03-07
行业普通报告	乳制品行业：供给趋紧、需求温和提升，国际原奶价格持续上涨	2022-02-28
行业普通报告	食品饮料行业：啤酒企业吨利提升逻辑持续	2022-02-28

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、代糖板块。

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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

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（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

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

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

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：010-66554008

传真：021-25102881

传真：0755-23824526