

2022年04月27日

公司研究•证券研究报告

伊利股份 (600887.SH)

公司快报

21年目标顺利实现，22年业绩有望高增

事件：伊利股份发布2021年年报，21年公司实现营业收入1101.44亿元，同比增长14.11%；归母净利润87.05亿元，同比增长22.98%。其中21Q4实现营业收入254.70亿元，同比增长10.65%；归母净利润7.61亿元，同比减少27.82%。

同时公司发布22年一季报，22Q1公司实现营业收入309.12亿元，同比增长13.41%；归母净利润35.19亿元，同比增长24.32%。

投资要点

◆ **21年目标顺利达成，22年实现开门红。**21年公司收入目标顺利达成，总体而言，受益于疫情后白奶需求提升，同时公司于20年底和21年初分别对基础白奶、部分低温产品进行价格调整，助力21年液体乳收入实现增长。具体收入端来看，21年/21Q4公司液体乳分别实现营收849.11/201.95亿元，同比+11.5%/+7.2%，奶粉及奶制品营收162.09/45.40亿元，同比+25.8%/+29.1%，冷饮产品营收71.61/2.13亿元，同比+16.3%/+71.6%。21年全年液体乳、奶粉及奶制品、冷饮收入占比分别为77.1%/14.7%/6.5%，同比-1.8%/+1.4%/+0.1pcts，奶粉高增势头延续，占比有所上升。据尼尔森数据显示，公司液体乳零售额市占率同比+0.4ptcs；婴配奶粉零售额市占率+1.4ptcs，位居市场第二；奶酪业务零售额市占率+6.3ptcs，市占份额快速提升。

公司22Q1实现营收309.12亿元，同比增长13.41%。其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮分别实现营收223.18/53.95/27.95亿元，同比+7.0%/+35.3%/+35.5%。公司各项业务均保持良好增长态势，其中白奶业务继续保持较好增速，今年1月常温白奶同比+12.6%；奶粉方面，22年公司加快高端产品升级，预计Q1婴配奶粉增长达40%左右。

◆ **产品提价&费用精准投放，21年/22Q1毛利率逐步改善。**公司21年毛利率（20年调整为同口径，下同）为30.90%，同比+0.53pcts。销售费用率/管理费用率分别为17.46/3.82%，同比分别+0.04/-0.19pcts。21年公司净利润率为7.87%，同比+0.57pcts。21年在成本上涨压力之下，公司不断优化产品结构，通过21年初提价部分产品和持续费用精准投放，盈利能力稳定向好。

22Q1公司毛利率为34.72%，同比+2.12ptcs，销售费用率/管理费用率分别为18.14/3.32%，同比+1.18/-0.22ptcs。公司净利率水平同比+0.99ptcs。22Q1原奶价格趋缓，在公司产品结构优化及费用精准投放背景下，公司毛/净利率均逐步改善，助力公司一季度净利润实现高增。

◆ **产品结构优化&奶价压力趋缓，盈利水平持续向好。**公司22年一季度盈利水平提升，我们认为主要源于公司不断的产品结构优化及严格的费用预算管理。公司金典、安慕希等高端产品占比持续提升，同时要约收购澳优后，公司与澳优将在供应链、品牌推广与渠道建设上发挥协同效用，强强联手，优势互补，公司未来在婴配奶粉的市场份额也会大步提升，高毛利的奶粉业务收入占比也将有望提升，从而整体优化公司毛利率水平。原奶方面，根据农业部数据，我国主产区生鲜乳4月20日最新价格为4.18元/公斤，年初以来奶价稳中略降，成本端压力逐步

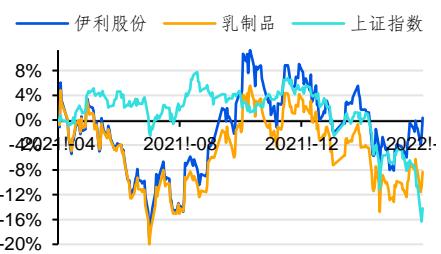
投资评级 **买入-A(维持)**

股价(2022-04-27) 39.00元

交易数据

总市值（百万元）	249,605.11
流通市值（百万元）	232,451.17
总股本（百万股）	6,400.13
流通股本（百万股）	5,960.29
12个月价格区间	30.90/44.25元

一年股价表现



资料来源：Wind数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.0	16.7	14.28
绝对收益	9.09	2.31	0.25

分析师

周蓉
SAC 执业证书编号：S0910520030001
zhourong@huajinsc.cn

相关报告

伊利股份：22年业绩开门红 龙头优势持续增强 2022-03-11
伊利股份：Q3利润增长略超预期 入股澳优加速奶粉布局 2021-10-29
伊利股份：Q2收入利润略超预期 千亿目标有望顺利实现 2021-08-31
伊利股份：定增拟扩建产能，积极布局全球乳企前三 2021-06-07
伊利股份：全年目标顺利实现，21年业绩弹性可期 2021-04-29

释放，公司盈利能力有望持续向好。

- ◆ **投资建议：**中长期公司产品化平台（比标国际乳企，积极拓展奶粉奶酪、健康饮品等新领域）、国际化平台（实现资源、市场、研究国际化）、渠道影响力（继续秉承公司扁平化、精细化渠道建设）、和品牌影响力（目标世界乳企龙头）优势依旧。在此背景下，我们看好伊利在新的发展阶段谋求新发展的战略措施，竞争优势和整合实力将会得到进一步提升，稳步实现“2025 年全球乳业前三，2030 年全球乳业第一”中远期战略目标。我们预测：公司 2022-2024 年营业收入分别为 1297.69/1479.20/1669.21 亿元，同比增长 17.3%/14.0%/12.8%。归母净利润 107.99/126.69/148.26 亿元，同比增长 24.1%/17.3%/17.0%，EPS 分别为 1.69/1.98/2.32 元，对应 PE 分别为 23X/20X/17X，考虑公司为行业龙头，给予估值溢价，维持公司“买入-A”投资评级。
- ◆ **风险提示：**食品安全问题；行业竞争加剧风险；疫情影响下市场波动风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑；海外业务进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	96,886	110,595	129,769	147,920	166,921
YoY(%)	7.4	14.2	17.3	14.0	12.8
净利润(百万元)	7,078	8,705	10,799	12,669	14,826
YoY(%)	2.1	23.0	24.1	17.3	17.0
毛利率(%)	36.2	30.9	32.9	33.4	33.9
EPS(摊薄/元)	1.11	1.36	1.69	1.98	2.32
ROE(%)	23.3	18.2	20.9	22.8	24.5
P/E(倍)	35.3	28.7	23.1	19.7	16.8
P/B(倍)	8.2	5.2	4.8	4.5	4.1
净利率(%)	7.3	7.9	8.3	8.6	8.9

数据来源：Wind 数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28381	50155	49440	54278	63830	营业收入	96886	110595	129769	147920	166921
现金	11,695	31,742	28,288	32,415	39,019	营业成本	61806	76417	87066	98467	110302
应收票据及应收账款	1,875	2,233	2,739	2,970	3,376	营业税金及附加	547	664	779	888	1002
预付账款	1,290	1,520	2,043	1,806	2,487	营业费用	21538	19315	23748	27217	31214
存货	7,545	8,917	11,305	11,493	13,480	管理费用	4876	4227	5191	5917	6677
其他流动资产	4,291	3,475	3,516	3,761	3,584	研发费用	487	601	1025	1169	1319
非流动资产	42,774	51,807	46,830	44,843	42,154	财务费用	188	-29	-30	-64	-361
长期投资	2903	4210	4210	4210	4210	资产减值损失	-339	-427	-200	-322	-317
固定资产	23343	31156	28558	25960	23362	公允价值变动收益	171	121	159	-77	-1
无形资产	1536	1609	1488	1367	1246	投资净收益	600	461	461	448	457
其他非流动资产	8140	9873	7733	8582	8729	营业利润	8558	10230	12810	15020	17541
资产总计	71154	101962	96270	99121	105984	营业外收入	49	58	58	41	42
流动负债	34768	43296	39793	38071	40233	营业外支出	457	176	212	233	255
短期借款	6957	12596	0	0	0	利润总额	8150	10112	12656	14827	17328
应付票据及应付账款	11636	14062	16484	17984	20149	所得税	1051	1380	1837	2129	2467
其他流动负债	12216	12455	10186	11619	11420	税后利润	7099	8732	10819	12698	14861
非流动负债	5853	9875	3752	4242	4163	少数股东损益	21	27	21	29	35
长期借款	5137	8568	2817	3256	3087	归属母公司净利润	7078	8705	10799	12669	14826
其他非流动负债	716	1307	936	986	1076	EBITDA	11049	13532	15499	17675	19899
负债合计	40622	53171	43545	42313	44396						
少数股东权益	149	1083	1103	1132	1168						
股本	6083	6400	6400	6400	6400						
资本公积	1417	14269	14269	14269	14269						
留存收益	23541	27498	30953	35007	39752						
归属母公司股东权益	30384	47708	51622	55676	60420						
负债和股东权益	71154	101962	96270	99121	105984						
现金流量表(百万元)						主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	9852	15528	20806	11901	16124	成长能力					
净利润	7099	8732	10799	12669	14826	营业收入(%)	7.4	14.2	17.3	14.0	12.8
折旧摊销	2442	3288	2719	2719	2719	营业利润(%)	3.4	19.5	25.2	17.2	16.8
财务费用	188	-29	-30	-64	-361	归属于母公司净利润(%)	2.1	23.0	24.1	17.3	17.0
投资损失	-600	-461	-461	-448	-457	获利能力					
营运资金变动	1349	2093	7601	-2927	-637	毛利率(%)	36.2	30.9	32.9	33.4	33.9
其他经营现金流	-627	1905	179	-48	34	净利率(%)	7.3	7.9	8.3	8.6	8.9
投资活动现金流	-9043	-7797	1034	231	410	ROE(%)	23.3	18.2	20.9	22.8	24.5
筹资活动现金流	-47	11945	-25294	-8006	-9930	ROIC(%)	51.8	42.2	42.3	72.1	85.4
每股指标(元)						偿债能力					
每股收益(最新摊薄)	1.11	1.36	1.69	1.98	2.32	资产负债率(%)	57.1	52.1	45.2	42.7	41.9
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	2.43	3.25	1.86	2.52	流动比率	0.8	1.2	1.2	1.4	1.6
每股净资产(最新摊薄)	4.75	7.45	8.07	8.70	9.44	速动比率	0.6	1.0	1.0	1.1	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	1.4	1.1	1.3	1.5	1.6
						应收账款周转率	54.7	58.0	57.6	56.7	57.4
						应付账款周转率	8.9	8.8	8.7	8.8	9.0
						估值比率					
						P/E	35.3	28.7	23.1	19.7	16.8
						P/B	8.2	5.2	4.8	4.5	4.1
						EV/EBITDA	23.6	18.0	13.9	11.9	10.3

资料来源: Wind 数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn