

消费升级与娱乐研究中心

伊利股份(600887.SH) 买入(维持评级)**公司点评**

市场价格(人民币): 39.00元

21年完美收官，抗风险力彰显**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	64.00
已上市流通A股(亿股)	59.60
总市值(亿元)	2,496.05
年内股价最高最低(元)	43.24/31.46
沪深300指数	3896
上证指数	2958
人民币(元)	43.17
成交金额(百万元)	8000
210427	38.42
210727	33.67
211027	28.92
220127	4000
220427	3000
■ 成交金额	2000
——伊利股份	1000
——沪深300	0

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	96,886	110,595	130,274	146,834	160,970
营业收入增长率	7.38%	14.15%	17.79%	12.71%	9.63%
归母净利润(百万元)	7,078	8,705	10,995	13,158	15,344
归母净利润增长率	2.08%	22.98%	26.31%	19.67%	16.61%
摊薄每股收益(元)	1.164	1.360	1.72	2.06	2.40
每股经营性现金流净额	1.57	2.32	4.12	3.34	3.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.30%	18.25%	20.80%	22.24%	22.85%
P/E	38.13	30.48	22.70	18.97	16.27
P/B	8.88	5.56	4.72	4.22	3.72

来源:公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月27日，公司发布2021年年报及2022年一季报。2021年实现营业总收入1105.95亿元，同比+14.15%；归母净利润87.05亿元，同比+22.98%。21Q4实现营业总收入255.88亿元，同比+10.70%；归母净利润7.61亿元，同比-27.82%。22Q1实现营业总收入310.47亿元，同比+13.47%；归母净利润35.19亿元，同比+24.32%。

经营分析

- 各业务量价齐增，重点品类持续突破。21年液态奶/奶粉及奶制品/冷饮营收分别同比+11.5%/25.8%/16.3%，21Q4分别同比+7.2%/+29.1%/72.2%，22Q1分别同比+7.0%/35.3%/35.5%，液态奶稳健，奶粉环比加速。2021年液态奶的量/价/结构分别贡献58%/23%/19%的增长，奶粉及奶制品的量/价/结构分别贡献43%/49%/8%的增长，冷饮的量/价/结构分别贡献31%/12%/28%的增长；各品类量价齐增，结构升级效果显著，印证终端需求景气度良好。重点品类金典、安慕希、金领冠婴配粉、巧乐兹、甄稀等同比增长15.83%，金典销售额突破200亿。
- 21Q4还原后毛利率略有提升，盈利能力持续改善。21年公司将运费、固定资产日常修理费用调整至营业成本，还原后21年毛利率/销售费率/管理费率分别同比+0.47/+0.04/-0.19pct，毛销差同比+0.43pct。21Q4毛利率/销售费率/管理费率/毛销差分别同比-22.81/-16.38/-4.80/-6.43pct，考虑会计准则的影响，21Q4还原后毛利率略有提升，此外冬奥会营销费用主要计提在21Q4。22Q1还原后毛利率/销售费率/管理费率/毛销差分别同比+2.09/+1.18/-0.22/+0.91pct，22年以来奶价逐步回落，利润空间逐步优化。21Q4/22Q1净利率同比-1.6/+1.0pct。21年净利率提升0.6pct至7.9%，目标达成。

投资建议

- 考虑澳优并表，将公司22-23年归母净利上调3.7%/5.8%，预计公司22-24年归母净利增速分别为26%/20%/17%，对应EPS分别为1.72/2.06/2.40元，对应PE分别为23/19/16倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 原奶价格上涨幅度超预期，食品安全问题，行业竞争加剧。

相关报告

- 1.《经营数据亮眼，业绩持续兑现-伊利1-2月经营数据点评》，2022.3.11
- 2.《定增落地巩固优势，看好净利率提升长逻辑-伊利定增》，2021.12.9
- 3.《奶粉奶酪表现亮眼，净利率迈入上升期-伊利三季报点评》，2021.10.29
- 4.《Q2利润增速超预期，盈利改善逻辑持续兑现-伊利中报点评》，2021.8.31
- 5.《20年圆满收官，盈利改善预期逐步落地-伊利20年报及21年一...》，

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
 liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
 liyinqi@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)		0.140	0.080	0.09	0.1447	0.1485	0.1555	资产负债表 (人民币百万元)					
主营业务收入	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	货币资金	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
90,223	96,886	110,595	130,274	146,834	160,970		11,325	11,695	31,742	28,901	38,883	43,531	
增长率	7.4%	14.2%	17.8%	12.7%	9.6%		2,032	1,875	2,233	2,382	2,685	2,944	
主营业务成本	-56,392	-61,806	-76,417	-89,401	-100,213	-108,892	存货	7,715	7,545	8,917	10,532	11,806	12,828
%销售收入	62.5%	63.8%	69.1%	68.6%	68.2%	67.6%	其他流动资产	4,634	7,266	7,262	5,065	5,503	5,793
毛利	33,831	35,080	34,178	40,873	46,621	52,078	流动资产	25,706	28,381	50,155	46,880	58,877	65,096
%销售收入	37.5%	36.2%	30.9%	31.4%	31.8%	32.4%	%总资产	42.5%	39.9%	49.2%	45.0%	48.8%	50.1%
营业税金及附加	-577	-547	-664	-782	-881	-966	长期投资	3,784	7,318	9,171	9,271	9,371	9,471
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	24,461	28,768	34,891	39,053	42,471	45,119
销售费用	-21,070	-21,538	-19,315	-22,016	-24,815	-27,043	%总资产	40.5%	40.4%	34.2%	37.5%	35.2%	34.7%
%销售收入	23.4%	22.2%	17.5%	16.9%	16.9%	16.8%	无形资产	2,615	2,442	2,325	3,549	4,467	4,882
管理费用	-4,285	-4,876	-4,227	-4,885	-5,506	-5,956	非流动资产	34,755	42,774	51,807	60,185	65,487	69,517
%销售收入	4.7%	5.0%	3.8%	3.8%	3.8%	3.7%	%总资产	57.5%	60.1%	50.8%	55.0%	51.2%	49.9%
研发费用	-495	-487	-601	-625	-705	-773	资产总计	60,461	71,154	101,962	107,065	124,363	134,613
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	4,866	7,780	13,264	979	3,102	800
息税前利润 (EBIT)	7,405	7,633	9,372	12,565	14,714	17,341	应付款项	14,623	14,772	17,576	23,233	26,054	28,314
%销售收入	8.2%	7.9%	8.5%	9.6%	10.0%	10.8%	其他流动负债	11,944	12,216	12,455	19,063	21,151	22,927
财务费用	-8	-188	29	-514	-48	19	流动负债	31,432	34,768	43,296	43,275	50,307	52,041
%销售收入	0.0%	0.2%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	长期贷款	471	1,375	5,380	4,380	3,880	
资产减值损失	0	0	0	-20	-2	-2	其他长期负债	2,284	4,478	4,495	5,149	9,067	9,007
公允价值变动收益	78	171	121	100	100	100	负债总计	34,187	40,622	53,171	52,805	63,254	64,928
投资收益	545	600	461	500	500	500	普通股股东权益	26,131	30,384	47,708	52,859	59,177	67,141
%税前利润	6.6%	7.4%	4.6%	3.8%	3.2%	2.7%	其中：股本	6,096	6,083	6,400	6,400	6,400	6,400
营业利润	8,280	8,558	10,230	13,311	15,944	18,618	未分配利润	18,327	20,493	24,298	29,149	35,267	42,930
营业利润率	9.2%	8.8%	9.3%	10.2%	10.9%	11.6%	少数股东权益	143	149	1,083	1,401	1,932	2,544
营业外收支	-86	-408	-118	-217	-100	-150	负债股东权益合计	60,461	71,154	101,962	107,065	124,363	134,613
税前利润	8,194	8,150	10,112	13,094	15,844	18,468							
利润率	9.1%	8.4%	9.1%	10.1%	10.8%	11.5%							
所得税	-1,243	-1,051	-1,380	-1,781	-2,155	-2,512							
所得税率	15.2%	12.9%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%							
净利润	6,951	7,099	8,732	11,313	13,689	15,956							
少数股东损益	17	21	27	318	531	612							
归属于母公司的净利润	6,934	7,078	8,705	10,995	13,158	15,344							
净利率	7.7%	7.3%	7.9%	8.4%	9.0%	9.5%							
现金流量表 (人民币百万元)							8.3%	8.9%					
经营活动现金流量	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E							
净利润	6,951	7,099	8,732	11,313	13,689	15,956							
少数股东损益	17	21	27	318	531	612							
非现金支出	1,958	2,442	3,288	3,944	4,701	5,472							
非经营收益	-253	-189	284	638	69	124							
营运资金变动	-502	172	2,555	10,449	2,892	2,462							
经营活动现金净流	8,153	9,524	14,859	26,344	21,351	24,014							
资本开支	-9,209	-6,500	-6,644	-7,263	-9,120	-8,690							
投资	-921	-3,344	-1,364	-2,900	-900	-900							
其他	130	801	211	500	500	500							
投资活动现金净流	-9,999	-9,043	-7,797	-9,663	-9,520	-9,090							
股权募资	275	248	12,255	300	200	300							
债权募资	6,633	5,122	4,981	-12,623	5,623	-2,302							
其他	-7,862	-5,811	-5,319	-7,085	-7,589	-8,214							
筹资活动现金净流	-954	-442	11,916	-19,408	-1,766	-10,216							
现金净流量	-2,800	39	18,978	-2,728	10,065	4,708							
比率分析							2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
每股指标							1.137	1.164	1.360	1.718	2.056	2.397	
每股收益							4.286	4.995	7.454	8.259	9.246	10.491	
每股净资产							1.337	1.566	2.322	4.116	3.336	3.752	
每股经营现金流							0.140	0.120	0.210	0.960	1.100	1.200	
回报率													
净资产收益率							26.53%	23.30%	18.25%	20.80%	22.24%	22.85%	
总资产收益率							11.47%	9.95%	8.54%	10.27%	10.58%	11.40%	
投入资本收益率							18.68%	15.14%	11.40%	16.89%	16.56%	18.04%	
增长率													
主营业务收入增长率							13.41%	7.38%	14.15%	17.79%	12.71%	9.63%	
EBIT增长率							9.91%	3.08%	22.79%	34.06%	17.11%	17.85%	
净利润增长率							7.67%	2.08%	22.98%	26.31%	19.67%	16.61%	
总资产增长率							27.00%	17.69%	43.30%	2.16%	15.74%	7.76%	
资产管理能力													
应收账款周转天数								5.5	6.1	5.9	5.5	5.5	
存货周转天数								42.8	45.1	39.3	43.0	43.0	
应付账款周转天数								62.6	64.6	59.8	62.0	62.0	
固定资产周转天数								74.0	87.9	102.8	96.2	91.4	
偿债能力													
净负债/股东权益								-18.57%	2.74%	-20.51%	-35.85%	-38.96%	-44.14%
EBIT利息保障倍数								925.3	40.6	-321.4	24.5	308.2	-897.3
资产负债率								56.54%	57.09%	52.15%	49.32%	50.86%	48.23%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	26	71	88	200
增持	1	3	6	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.14	1.10	1.08	1.09	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-28	买入	36.90	N/A
2	2020-10-30	买入	44.14	N/A
3	2021-01-29	买入	44.04	43.05 ~ 49.20
4	2021-04-30	买入	42.08	N/A
5	2021-08-31	买入	33.13	N/A
6	2021-10-29	买入	40.76	N/A
7	2021-12-09	买入	41.09	N/A
8	2022-03-11	买入	36.75	N/A

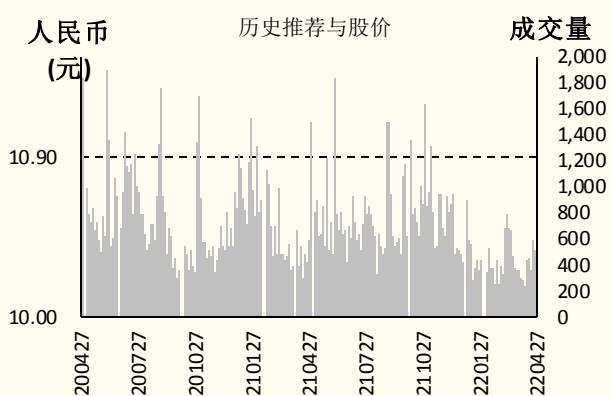
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402