

2022 年 05 月 05 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

49

公司基本信息

产业别	食品饮料
A 股价(2022/4/29)	38.47
上证指数(2022/4/29)	3047.06
股价 12 个月高/低	44.25/30.9
总发行股数(百万)	6400.13
A 股数(百万)	5960.29
A 市值(亿元)	2292.92
主要股东	香港中央结算有限公司 (14.92%)
每股净值(元)	7.99
股价/账面净值	4.81
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.1 -0.7 0.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021-10-30	40.76	买进
2021-08-31	33.13	买进
2021-06-07	37.69	买进
2021-04-29	39.25	买进
2020-11-03	37.90	买进

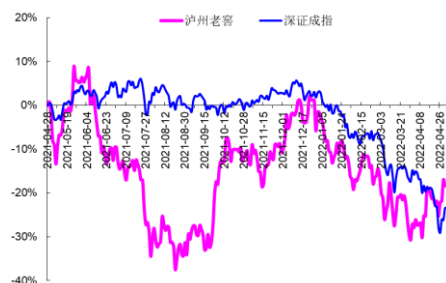
产品组合

液体乳	72.96%
奶粉及乳制品	17.64%
冷饮产品系列	9.14%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.6%
一般法人	23.3%

股价相对大盘走势



伊利股份(600887.SH)

BUY 买进

业绩资料亮眼，盈利改善兑现

结论与建议：

业绩概要：

公告 2021 年实现总收入 1106 亿，同比增 14.2%，录得净利润 87.1 亿，同比增 23%，净利润率同比提升 0.6 个百分点至 7.9%。4Q 实现收入 255.9 亿，同比增 10.7%，录得净利润 7.6 亿，同比下降 28%

公告 2022Q1 实现总收入 310.5 亿，同比增 13.5%，录得净利润 35.2 亿，同比增 24.3%。

分红方案：每 10 股份现金股利 9.6 元

■ 2021 年全年，公司收入全面开花。分业务看，液体乳实现收入 849.1 亿，同比增 11.5%（4Q 收入 201.9 亿，同比增 7.23%），伊利、安慕希、金典销售规模超 200 亿，常温液奶市占率雄踞行业首位（约 40% 市场份额），市场渗透率同比提升 0.7 个百分点至 85.4%，在地级市、县级市渗透率分别提升 0.6 个百分点和 1.2 个百分点，电商平台市场份额达 28.4%；低温鲜奶增长喜人，收入同比增 250%+，市占率同比提升 5.4 个百分点。奶粉及乳制品业务实现收入 162 亿（4Q 收入 45.4 亿，同比增 29%），同比增 25.8%，婴幼儿奶粉市占率跃居行业第二，市场份额提升 1.4 个百分点，母婴管道收入增速达 41%，金领冠收入破百亿，并在 2022Q1 成为首批复核新国目标婴幼儿配方奶粉；成人奶粉保持市占率第一，领跑行业。冷饮业务实现收入 71.6 亿（4Q 收入 2.1 亿，同比增 71.6%），同比增 16.3%，保持国内龙头地位。其他品类收入 1.8 亿，同比增 1.9%。

■ 毛利率来看，同口径下公司综合毛利率上升 0.5 个百分点至 30.9%，液体乳、奶粉、冷饮三大品类毛利率分别提升 0.41 个百分点、0.04 个百分点、-0.61 个百分点，各品类上，价格、销量及产品结构升级均贡献正向收益。

■ 费用上，全年费用率平稳略有下降，同比下降 0.37 个百分点至 21.26%。4Q 净利润出现下滑，我们认为主要系临近冬奥相应营销宣传投入加大所致。

■ 2022Q1 公司业绩顺利实现开门红，根据此前披露，1-2 月旗下各项均保持良好增长态势，金典、安慕希等重点产品收入占比同比提升 3 个百分点，市场份额保持领先。其中，金领冠幼儿奶粉率先完成配方升级，1-2 月销售收入同比增 30%，增速居行业首位；1 月常温白奶同比增 12.6%，金典增长 15.1%，位列同品类第一。整个一季度来看，液体乳实现收入 223.2 亿，同比增 7%，奶粉收入 54 亿，同比增 35.3%，预计部分受益澳优并表，冷饮收入 28 亿，同比增 35.5%，其他品类收入 0.8 亿，同比增 262%。产品结构优化驱动 1Q 毛利率同比上升 2.1 个百分点至 34.7%。费用上，奥运期间公司加大营销宣传力度，冬奥内容触达 90% 国内消费者，营销加码使报告期内销售费用率同比上升 1.18 个百分点至 18.14%，驱动综合费用率上升 0.69 个百分点至 21.48%。

■ 公司于 3 月完成澳优全部股份收购，当前持股达 59.17%，未来在奶粉品类上竞争力将进一步加强。此外，公司掌握中国第一大奶牛养殖企业优然牧业和中地乳业的优质奶源，并在海外收购了新西兰第二大乳业合作社 Westland Dairy，奶源资源丰富，今年生鲜乳价格尽管居高，但涨幅持

续收窄，成本压力有望进一步减轻。随着品牌影响力持续提升及市场竞争分化，公司盈利能力将持续改善。

- 预计 2022-2023 年将分别实现净利润 103 亿和 120 亿，分别同比增 18.3% 和 16.7%，EPS 分别为 1.61 元和 1.88 元，当前股价对应 PE 分别为 24 倍和 20 倍，维持“买进”投资建议。
- 风险提示：疫情影响超预期，终端动销不及预期，行业竞争超预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021	2022F	2023F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	6934	7078	8705	10299	12017
同比增减	%	7.67	2.08	22.98	18.31	16.68
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.15	1.16	1.43	1.61	1.88
同比增减	%	8.49	1.19	22.89	12.53	16.68
市盈率(P/E)	X	33.45	33.06	26.90	23.91	20.49
股利 (DPS)	RMB 元	0.81	0.82	0.96	1.13	1.31
股息率 (Yield)	%	2.08	2.10	2.46	2.89	3.37

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
	无法由基本面给予投资评等
中立 (Neutral)	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

图 1：主产省生鲜乳价格及同比变动 单位：元/公斤，%



数据源：农业部，群益金鼎证券

百万元	2019	2020	2021	2022F	2023F
营业收入	90223	96886	110595	129704	146387
经营成本	56392	67453	76417	89181	100121
营业税金及附加	577	547	664	803	906
销售费用	21070	16884	19315	22979	25752
管理费用	4285	3883	4227	4870	5497
财务费用	8	188	-29	-118	-133
资产减值损失				0	0
投资收益	545	600	461	285	209
营业利润	8280	8558	10230	12398	14263
营业外收入	30	49	58	48	47
营业外支出	116	457	176	208	59
利润总额	8194	8150	10112	12238	14251
所得税	1243	1051	1380	1921	2213
少数股东损益	17	21	27	17	21
归属于母公司所有者的净利润	6934	7078	8705	10299	12017

附二：合并资产负债表

百万元	2019	2020	2021	2022F	2023F
货币资金	11325	11695	31742	35633	40025
应收账款	1616	1616	1959	2155	2370
存货	7715	7545	8917	9631	10401
流动资产合计	25706	28381	50155	57678	66330
长期股权投资	1961	2903	4210	4420	4641
固定资产	18296	23343	29379	31729	34267
在建工程	6165	5425	3736	3362	3026
非流动资产合计	34755	42774	51807	52844	53900
资产总计	60461	71154	101962	110522	120230
流动负债合计	31432	34768	43296	48861	53335
非流动负债合计	2755	5853	9875	10863	12492
负债合计	34187	40622	53171	59724	65827
少数股东权益	143	149	1083	1094	1104
股东权益合计	26131	30384	47708	50798	54403
负债及股东权益合计	60461	71154	101962	110522	120230

附三：合并现金流量表

百万元	2019	2020	2021	2022F	2023F
经营活动产生的现金流量净额	8455	9852	15528	14267	16103
投资活动产生的现金流量净额	-9999	-9043	-7797	-7782	-8783
筹资活动产生的现金流量净额	-1016	-47	11945	-2594	-2928
现金及现金等价物净增加额	-2498	367	19647	3891	4392

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。