

600887.SH

买入

原评级: 买入

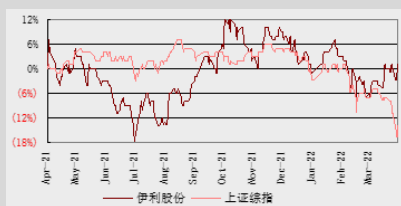
市场价格: 人民币 38.06

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 伊利股份 2021 年年报及 2022 年 1 季报点评。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(4.2)	9.1	2.3	0.2
相对上证指数	14.4	17.0	15.2	14.3

发行股数(百万)	6,400
流通股(%)	93
总市值(人民币 百万)	249,605
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,485
净负债比率(2022E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算有限公司	16

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券

以 2022 年 4 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《伊利股份: 顺利实现开门红, 引领行业持续升级》20220310

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料乳品

证券分析师: 毕翹楚

(8610)83949415

qiaochu.bi@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520040001

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

伊利股份

品类均衡发展, 盈利能力持续提升

公司发布 21 年报和 22 一季报: 2021 年实现营收 1101.4 亿元, 同比+14.1%; 归母净利润 87.0 亿元, 同比+23.0%; EPS 1.36 元/股。其中 4Q21 收入 254.7 亿元, 同比+10.7%; 归母净利润 7.6 亿元, 同比-27.8%; EPS 0.12 元/股。1Q22 收入 309.1 亿元, 同比+13.4%; 归母净利润 35.2 亿元, 同比+24.3%; EPS 0.55 元/股。

支撑评级的要点

■ 2021 年品类均实现快速增长, 结构升级持续推进; 公司通过结构升级和减少促销在成本压力下毛利率不降反升, 净利率+0.6pct。(1) 分业务来看, 2021 年液体乳收入 849.1 亿元, 同比+11.5% (量+6.7%、结构升级+2.2%、价+2.7%), 其中伊利纯牛奶、金典、安慕希三大单品年销售额均超过 200 亿元; 奶粉及奶制品+25.8% (量+11.1%、结构升级+12.7%、价+2.0%); 冷饮+16.3% (量+9.7%、结构升级+4.6%、价+2.0%)。(2) 液体乳、奶粉、奶酪市场份额不断提升。尼尔森零售数据 displays, 液体乳市占率同比+0.4pct; 婴幼儿奶粉市占率同比+1.4pct; 奶酪业务市占率同比+6.3pct。(3) 渠道渗透能力增强。凯度调研数据显示, 2021 地、县级市场的液体乳消费额同比+17.4%, 下线市场的乳品消费增速明显加快; 同期, 购买液体乳的家庭户数+3.5%, 且平均单次购买的数量和购买频次在同步上升, 饮奶习惯的养成和市场渗透率的提升, 进一步促进了液体乳市场规模的发展。(4) 继续加快高增长业务布局。金典、安慕希、金领冠、巧乐兹、QQ 星、儿童奶酪棒等重点产品的销售收入比上年同期增长 15.8%, 市场占有率持续提升。(5) 2021 年, 国内奶源供给趋紧, 原料奶收购价格呈上涨趋势, 全年毛利率为 30.6%, 整体-5.3pct (还原收入准则影响毛利率同比上升)。2021 年控费得当, 费用率整体-6.2pct, 其中销售费用率同比-4.8pct。(5) 全年归母净利润+23.0%, 净利率 7.9%, +0.6pct。21 年公司资产减值损失 4.3 亿元, 主要为西部牧业无形资产减值所致; 信用减值 1.1 亿元, 主要为应收款项的预期信用损失增加所致。

■ 1Q22 净利率持续提升, 盈利能力持续提升。(1) 1Q22 收入为 309.1 亿, 同比+13.4%。液体乳/奶粉及奶制品/冷饮分别+7%/+35%/+36%, 液体乳由于上年同期基数较大增速慢于公司整体, 品类良性增长, 以健康的基础白奶和高端白奶增长带动。奶粉快速增长, 金领冠婴幼儿奶粉率先完成配方升级, 进一步提升了产品竞争力。(2) 归母净利润+24.3%, 净利率达到 11.4% 同比+1.0pct, 创历史新高。利润大幅增长的主要原因是在收入增长的基础上, 费用率继续得到有效控制: 1Q 毛利率为 34.4%, 同比-3.3pct; 销售费用率-3.4pct, 整体费用率-4.6pct, 预计全年费用率稳中有降。

■ 公司长期成长确定性强, 品类均衡发展。公司成长确定性强, 来自品类均衡发展: 常温奶需求稳定持续升级, 奶粉势头良好快速增长, 奶酪、低温奶等业务提前布局蓄力待发。公司公布 2022 年计划, 预计 22 年全年总收入 1296 亿元 (+17%), 利润总额 122 亿元 (+21%), 稳步向全球乳业第一迈进。

估值

■ 根据最新财报情况调整盈利预测, 预计 22-24 年 EPS 为 1.69/2.01/2.35 元/股, 同增 24.4%/19.0%/16.6%, 维持 买入 评级。

评级面临的主要风险

■ 疫情对行业需求影响超预期、行业竞争大幅加剧、原料成本大幅上涨。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	96,524	110,144	129,104	144,735	160,492
变动(%)	7	14	17	12	11
净利润(人民币 百万)	7,078	8,705	10,828	12,884	15,027
全面摊薄每股收益(人民币)	1.106	1.360	1.692	2.013	2.348
变动(%)	2.1	23.0	24.4	19.0	16.6
全面摊薄市盈率(倍)	34.4	28.0	22.5	18.9	16.2
原先全面摊薄每股收益			1.684	1.874	
变动(%)			0.5	7.4	
价格/每股现金流量(倍)	24.7	15.7	9.8	26.8	7.9
每股现金流量(人民币)	1.54	2.43	3.88	1.42	4.81
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.1	20.0	16.0	13.6	11.8
每股股息(人民币)	0.779	0.960	1.194	1.421	1.657
股息率(%)	2.0	2.5	3.1	3.7	4.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 伊利股份 2021&1Q22 数据

(人民币, 百万)	FY2020	FY2021	同比(%)	1Q21	1Q22	同比(%)
营业收入	96,524	110,144	14.1	27,259	30,913	13.4
营业成本	61,806	76,417	23.6	16,979	20,266	19.4
毛利率(%)	36.0	30.6	(5.3)	37.7	34.4	(3.3)
毛利	34,718	33,727	(2.9)	10,280	10,646	3.6
税金及附加	547	664	21.4	155	200	29.0
销售费用	21,538	19,315	(10.3)	5,897	5,633	(4.5)
管理费用	4,876	4,227	(13.3)	1,177	1,031	(12.4)
研发费用	487	601	23.4	104	116	11.5
财务费用	188	(29)	(115.5)	(25)	(112)	352.9
资产减值损失	(339)	(427)	25.9	(12)	(41)	243.8
公允价值变动收益	171	121	(29.5)	14	(13)	(194.1)
投资收益	600	461	(23.1)	103	21	(79.6)
营业利润	8,558	10,230	19.5	3,491	4,210	20.6
营业利润率(%)	8.9	9.3	0.4	12.8	13.6	0.8
营业外收入	49	58	20.0	13.3	2.7	(79.8)
营业外支出	457	176	(61.4)	102.6	108.6	5.9
利润总额	8,150	10,112	24.1	3,402	4,104	20.6
所得税	1,051	1,380	31.3	575	596	3.6
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	13	14	0.9	17	14	(2.7)
少数股东权益	21	27	30.6	(3)	(11)	218.0
归属于母公司净利润	7,078	8,705	23.0	2,831	3,519	24.3
净利率(%)	17.4	14.5	(2.9)	10.4	11.4	1.0
EPS	1.12	0.93	(16.6)	0.44	0.55	24.3

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	96,524	110,144	129,104	144,735	160,492
销售成本	61,806	76,417	88,672	99,152	109,635
经营费用	27,447	24,806	29,077	31,821	34,644
息税折旧前利润	9,713	12,209	15,189	17,874	20,595
折旧及摊销	2,442	3,288	3,833	4,112	4,382
经营利润(息税前利润)	7,271	8,921	11,356	13,762	16,213
净利息收入/(费用)	552	752	0	0	0
其他收益/(损失)	594	457	459	461	463
税前利润	8,150	10,112	12,578	14,968	17,456
所得税	1,051	1,380	1,717	2,043	2,383
少数股东损益	21	27	34	40	47
净利润	7,078	8,705	10,828	12,884	15,027
核心净利润	7,078	8,705	10,828	12,884	15,027
每股收益(人民币)	1.106	1.360	1.692	2.013	2.348
核心每股收益(人民币)	1.106	1.360	1.692	2.013	2.348
每股股息(人民币)	0.779	0.960	1.194	1.421	1.657
收入增长(%)	7	14	17	12	11
息税前利润增长(%)	1	23	27	21	18
息税折旧前利润增长(%)	6	26	24	18	15
每股收益增长(%)	2	23	24	19	17
核心每股收益增长(%)	2	23	24	19	17

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	8,150	10,112	12,578	14,968	17,456
折旧与摊销	2,442	3,288	3,833	4,112	4,382
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	(5,147)	1,068	9,289	(7,351)	11,221
税金	(1,158)	(1,471)	(1,717)	(2,043)	(2,383)
其他经营现金流	199	592	824	(598)	124
经营活动产生的现金流	9,852	15,528	24,808	9,087	30,800
购买固定资产净值	(6,522)	(6,683)	(6,847)	(7,016)	(7,188)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(3,113)	(1,247)	(1,459)	(1,605)	(1,766)
投资活动产生的现金流	(9,043)	(7,797)	(8,306)	(8,621)	(8,954)
净增权益	251	12,257	874	917	962
净增债务	5,122	4,981	(2,083)	2,470	1,915
支付股息	(5,310)	(5,693)	(6,144)	(7,643)	(9,094)
其他融资现金流	(109)	400	64	69	73
融资活动产生的现金流	(47)	11,945	(7,288)	(4,186)	(6,144)
现金变动	370	20,047	9,213	(3,720)	15,703
期初现金	11,325	11,695	31,742	40,956	37,236
公司自由现金流	1,749	6,488	16,081	1,629	22,414
权益自由现金流	7,113	15,583	14,051	4,137	24,399

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	11,695	31,742	40,956	37,236	52,939
应收帐款	1,759	2,107	2,498	2,714	2,999
库存	7,545	8,917	11,678	11,279	13,544
其他流动资产	7,381	7,388	7,184	7,445	8,084
流动资产总计	28,381	50,155	62,317	58,673	77,566
固定资产	29,313	35,301	38,808	41,690	44,393
无形资产	1,897	1,915	1,423	1,444	1,547
其他长期资产	11,564	14,591	16,050	17,655	19,421
长期资产总计	42,774	51,807	56,280	60,789	65,361
总资产	71,154	101,962	118,597	119,462	142,927
应付帐款	18,118	21,147	34,209	26,336	40,871
短期债务	6,957	12,596	13,856	15,242	16,766
其他流动负债	9,693	9,553	9,553	9,553	9,553
流动负债总计	34,768	43,296	57,617	51,130	67,189
长期借款	1,375	5,380	2,409	3,055	3,615
其他长期负债	4,478	4,495	4,189	4,697	4,600
股本	6,083	6,400	6,400	6,400	6,400
储备	24,301	41,308	46,865	53,024	59,920
股东权益	30,384	47,708	53,265	59,424	66,320
少数股东权益	149	1,083	1,116	1,157	1,203
总负债及权益	71,154	101,962	118,597	119,462	142,927
每股帐面价值(人民币)	4.75	7.45	8.32	9.28	10.36
每股有形资产(人民币)	7.50	11.80	11.74	11.31	14.34
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.1	11.1	11.8	12.3	12.8
息税前利润率(%)	7.5	8.1	8.8	9.5	10.1
税前利润率(%)	8.4	9.2	9.7	10.3	10.9
净利率(%)	7.3	7.9	8.4	8.9	9.4
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.2	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	1.3	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	1.0	0.9	0.9	1.0
估值					
市盈率(倍)	35.3	28.7	23.1	19.4	16.6
核心业务市盈率(倍)	35.3	28.7	23.1	19.4	16.6
市净率(倍)	8.2	5.2	4.7	4.2	3.8
价格/现金流(倍)	25.3	16.1	10.1	27.5	8.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.7	20.4	16.4	14.0	12.1
周转率					
存货周转天数	28.9	27.3	29.1	28.9	28.2
应收帐款周转天数	6.8	6.4	6.5	6.6	6.5
应付帐款周转天数	78.6	65.1	78.3	76.3	76.4
回报率					
股息支付率(%)	70.5	70.6	70.6	70.6	70.6
净资产收益率(%)	25.0	22.3	21.4	22.9	23.9
资产收益率(%)	9.4	8.8	8.8	9.8	10.5
已运用资本收益率(%)	22.3	18.3	16.5	18.4	19.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371