

22Q1 业绩开门红，盈利能力再创新高

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年报及 2022 年一季报，2021 年全年实现营收 1106 亿元（+14.2%），实现归母净利润 87 亿元（+23%），其中 21Q4 单季度实现营收 256 亿元（+10.7%），实现归母净利润 7.6 亿元（-27.8%）。同时，拟每 10 股派发现金红利 9.6 元（含税）。2022Q1，公司实现营收 310 亿元（+13.5%），实现归母净利润 35.2 亿元（+24.3%），超市场预期。
- **量价齐升，乳制品消费高景气。**2021 年：1、分品类看，液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品分别实现营业收入 849 亿元（+11.5%）、162 亿元（+25.8%）、71.6 亿元（+16.3%）。1) 液奶业务持续领先，伊利基础白奶、金典、安慕希销售规模均超 200 亿元，臻浓纯牛奶增长约 60%；产品结构持续升级，有机奶市场份额提升 0.64pp。2) 金领冠奶粉收入超 100 亿元，有机 A2 奶源通过中欧双重有机认证，实现有机配粉的突破。此外，伊利与澳优将在奶源、供应链、技术、渠道等方面全面协同、强强联合，有望加速抢占奶粉市场份额。2、分渠道看，经销、直营分别实现营业收入 1050 亿元（+13.8%）、34.6 亿元（+12.2%）。经销商开拓方面，截至 2021 年末，公司共有经销商 1.5 万家，净增加 2262 家。渠道渗透率持续提升，2021 年公司在地级市和县级市的渗透率分别提升 0.6pp、1.2pp。**2022Q1：**1、分品类看，液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品分别实现营业收入 223 亿元（+7%）、54 亿元（+35.3%）、28 亿元（+35.5%）。2、分渠道看，经销、直营分别实现营业收入 295 亿元（+13.8%）、11 亿元（+8.1%）。
- **奶价维持高位叠加产品结构升级、费用收缩，净利率提升逻辑明显。**1、2021 年整体毛利率 30.9%，同比提升 0.5pp，2022Q1 整体毛利率 34.4%，同比提升 1.8pp，原奶价格维持高位叠加产品结构升级，毛利率稳中有升。2、费用率方面：1) 2021 年销售费用率 17.5%，保持稳定，毛销差提升 0.5pp 至 13.1%；管理费用率 3.8%，同比下降 0.2pp；研发费用率 0.5%，基本保持稳定；财务费用率接近 0。费用投放持续理性化，买赠、价格战等传统促销模式趋缓，带动盈利能力提升。2) 2022Q1 销售费用率 18.1%，同比增加 1.2pp，毛销差提升 0.9pp 至 16.6%；管理费用率 3.3%，同比下降 0.2pp；研发费用率 0.4%，保持稳定；财务费用率 -0.4%，同比下降 0.3pp，主要由于汇兑收益增加。2021 年整体净利率 7.9%，同比提升 0.6pp，2022Q1 整体净利率 11.3%，同比提升 1pp，盈利能力持续提升，再创新高。
- **定增募资 120 亿元，液奶、奶粉优势巩固。**2021 年 12 月，公司以 37.89 元/股的价格向 22 名对象定向发行 3.18 亿股，募资 120 亿元。其中，液态奶生产基地、婴配粉智能制造项目、数字化建设分别拟使用募资金额 50 亿元、15.5 亿元、11 亿元，将进一步巩固公司在液态奶和婴配粉的优势，并通过数字化和信息化建设提高整体效率，支撑公司长远发展。公司计划 2022 年实现营业总收入 1296 亿元，利润总额 122 亿元，预计达成目标可能性较大；长期原奶供需匹配性提高，原奶周期将大幅趋缓，同时疫情催化下乳制品整体需求保持旺盛，乳制品龙头将持续受益，收入及盈利能力长期增长可期。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年归母净利润分别为 108 亿元、129 亿元、154 亿元，EPS 分别为 1.33 元、1.67 元、1.99 元，对应动态 PE 分别为 27 倍、21 倍、18 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原奶价格持续上涨；行业竞争加剧；食品安全风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	1105.95	1308.20	1503.61	1702.88
增长率	14.15%	18.29%	14.94%	13.25%
归属母公司净利润（亿元）	87.05	108.04	129.25	153.62
增长率	22.98%	24.11%	19.63%	18.86%
每股收益 EPS（元）	1.11	1.33	1.67	1.99
净资产收益率 ROE	17.90%	19.85%	18.86%	21.68%
PE	32	27	21	18
PB	7.53	4.97	4.37	3.83

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

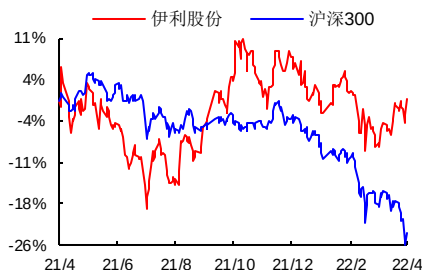
分析师：朱会振
 执业证号：S1250513110001
 电话：023-63786049
 邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：夏霖
 电话：021-58351959
 邮箱：xiaji@swsc.com.cn

联系人：王书龙
 电话：023-63786049
 邮箱：wsl@swsc.com.cn

联系人：舒尚立
 电话：023-63786049
 邮箱：ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本（亿股）	64.00
流通 A 股（亿股）	59.60
52 周内股价区间（元）	31.46-43.24
总市值（亿元）	2,496.05
总资产（亿元）	835.95
每股净资产（元）	5.74

相关研究

1. 伊利股份（600887）：产品升级叠加费用率下降，盈利能力持续提升（2022-04-14）
2. 伊利股份（600887）：整体业绩再创新高，如期实现开门红（2022-03-11）
3. 伊利股份（600887）：牵手澳优相得益彰，龙头优势持续巩固（2021-10-31）

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2021	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (亿元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1105.95	1308.20	1503.61	1702.88	净利润	87.32	108.07	129.29	153.66
营业成本	764.17	893.95	1023.55	1154.22	折旧与摊销	32.88	15.16	15.16	15.16
营业税金及附加	6.64	9.16	10.53	11.92	财务费用	-0.29	2.19	3.76	3.27
销售费用	193.15	225.01	257.12	289.49	资产减值损失	-4.27	-1.00	0.00	0.00
管理费用	42.27	49.71	54.13	61.30	经营营运资本变动	21.65	-64.67	9.89	9.69
财务费用	-0.29	2.19	3.76	3.27	其他	17.99	1.70	1.30	-0.77
资产减值损失	-4.27	-1.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	155.28	61.46	159.39	181.02
投资收益	4.61	0.00	0.00	0.00	资本支出	-44.87	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.21	0.00	0.00	0.00	其他	-33.10	22.30	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-77.97	22.30	0.00	0.00
营业利润	102.30	129.19	154.54	182.67	短期借款	56.40	-125.96	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.18	-2.04	-2.44	-1.89	长期借款	40.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	101.12	127.14	152.10	180.78	股权融资	131.69	0.00	0.00	0.00
所得税	13.80	19.07	22.82	27.12	支付股利	0.00	-43.52	-54.02	-64.62
净利润	87.32	108.07	129.29	153.66	其他	-108.68	-16.80	-3.76	-3.27
少数股东损益	0.27	0.03	0.04	0.05	筹资活动现金流净额	119.45	-186.29	-57.78	-67.90
归属母公司股东净利润	87.05	108.04	129.25	153.62	现金流量净额	196.47	-102.53	101.61	113.13
资产负债表 (亿元)	2021	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	317.42	214.89	316.50	429.63	成长能力				
应收和预付款项	37.53	44.42	50.72	57.51	销售收入增长率	14.15%	18.29%	14.94%	13.25%
存货	89.17	103.61	117.44	133.45	营业利润增长率	19.54%	26.28%	19.62%	18.20%
其他流动资产	57.42	40.93	46.98	53.16	净利润增长率	23.00%	23.77%	19.63%	18.86%
长期股权投资	42.10	42.10	42.10	42.10	EBITDA 增长率	20.56%	8.63%	18.37%	15.94%
投资性房地产	5.08	5.08	5.08	5.08	获利能力				
固定资产和在建工程	330.88	317.66	304.44	291.22	毛利率	30.90%	31.67%	31.93%	32.22%
无形资产和开发支出	19.15	17.63	16.10	14.57	三费率	21.26%	21.17%	20.95%	20.79%
其他非流动资产	120.86	120.45	120.04	119.63	净利率	7.90%	8.26%	8.60%	9.02%
资产总计	1019.62	906.77	1019.40	1146.35	ROE	17.90%	19.85%	20.86%	21.68%
短期借款	125.96	0.00	0.00	0.00	ROA	8.56%	11.92%	12.68%	13.40%
应付和预收款项	176.33	211.10	240.87	271.12	ROIC	29.63%	32.13%	35.50%	42.26%
长期借款	53.80	53.80	53.80	53.80	EBITDA/销售收入	12.20%	11.20%	11.54%	11.81%
其他负债	175.62	97.34	104.93	112.59	营运能力				
负债合计	531.71	362.24	399.61	437.51	总资产周转率	1.28	1.36	1.56	1.57
股本	64.00	64.00	64.00	64.00	固定资产周转率	4.20	4.56	5.49	6.53
资本公积	142.69	142.69	142.69	142.69	应收账款周转率	61.87	61.65	61.26	60.75
留存收益	274.98	339.49	414.72	503.71	存货周转率	9.21	9.24	9.15	9.08
归属母公司股东权益	477.08	533.67	608.90	697.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.28%	—	—	—
少数股东权益	10.83	10.86	10.90	10.94	资本结构				
股东权益合计	487.91	544.53	619.79	708.84	资产负债率	52.15%	39.95%	39.20%	38.17%
负债和股东权益合计	1019.62	906.77	1019.40	1146.35	带息债务/总负债	39.80%	23.65%	21.44%	19.58%
					流动比率	1.16	1.53	1.77	1.99
					速动比率	0.95	1.14	1.38	1.59
					股利支付率	0.00%	40.29%	41.80%	42.07%
					每股指标				
					每股收益	1.11	1.33	1.67	1.99
					每股净资产	4.75	7.19	8.19	9.34
					每股经营现金	1.54	0.86	2.12	2.42
					每股股利	0.77	0.55	0.67	0.83
业绩和估值指标	2021	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	111.89	123.34	148.68	172.71					
PE	32.32	26.81	21.46	18.00					
PB	7.53	4.97	4.37	3.83					
PS	2.36	2.07	1.83	1.63					
EV/EBITDA	18.67	16.72	13.26	10.84					
股息率	2.15%	1.55%	1.86%	2.33%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn