

食品饮料

2022年08月01日

伊利股份 (600887)

——价值底部 亟待重估

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件**：公司于7月28日召开“创享价值，聚势致远”投资者日大会。
- **投资评级与估值**：维持盈利预测，预测22-24年归母净利润为110.6、130.5、148.9亿元，分别同比增长27%、18%和14%，最新收盘价对应22-24年PE分别为21x、18x、15x。2022年公司将迎来收入和利润的加速改善。收入受益乳制品渗透率的快速提升和自身渠道网络优势，奶粉内生加速增长且收购澳优实现强强联合，冷饮超预期增长，奶酪等新品类发力；成本和格局方面，原奶价格稳中有降，竞争态势趋于缓和，全年看盈利能力提升趋势明确。当前时点公司估值位于五年10%水平，近两年业绩加速增长，且分红率在70%以上，估值性价比极高，维持买入评级。
- **公司提出2025年全球乳业前三，2030成为乳业第一并成为全球食品前五的目标**。我们认为长期来看伊利通过对产业链赋能，具备行业最强的奶源优势和渠道下沉能力，核心竞争力不断强化。目标实现路径看，2025年前公司将重点围绕主业，通过产品创新、品牌升级和渠道优化保障现有业务的发展，扩大竞争优势。2025年后公司将增加更多的增长点，综合资源投入、风险因素，优化业务模式，导入新产品。盈利能力端，公司将通过业务和产品结构优化盈利能力，通过数智化改造、产品、渠道、品牌等系统性地提高费用效率，利润释放可期，我们预期到2025年有望实现9%~10%的净利率。
- **基石业务稳健增长，第二增长曲线快速突进**。液态奶方面，4月份疫情封控影响物流导致公司经营承压，然而疫情影响在5~6月逐步消退，基础白奶和金典高端品快速增长，安慕希通过口味创新不断拓展场景，新品持续放量。奶粉方面，结合渠道反馈，伊利婴配粉业务22H1预计全渠道/母婴渠道实现20%+/30%+增长，县乡镇群众市场增速50%+，核心母婴渠道增速达120%，市场份额持续提升，截至22年5月市场份额达8.6%(+1.8pct yoy)。此外，公司将在全球供应链、原料、研发、国际业务等方面深化与澳优的协同，并与澳优在羊奶粉、营养品和国际化运营等实现优势互补。冷饮业务方面，受原材料价格上行、疫情下门店销售遇阻等因素冲击，行业出清速度加快，公司体量是第二名的两倍，并持续夯实终端产品线领先优势，快速发展高端、超高端的产品线，有望实现超预期增长。
- **成本可控+费用投放效率提升，22年盈利能力有望优化**。成本端截至22年7月原奶价格同比下降4%左右，预计下半年在需求旺季价格将有所回升，但是全年价格依然同比持平或微降。费用端Q2受新品上市、疫情下促销力度加大等因素影响，销售费用率预计同比小幅度提升，但公司费用投放更加高效，在行业竞争格局边际缓和的背景下，预计全年费用率可控。我们预计下半年盈利能力有望伴随产品结构升级得到优化。

市场数据： 2022年08月01日

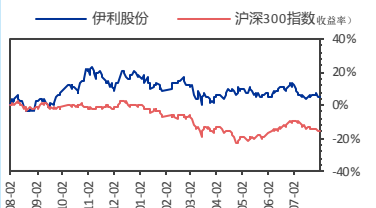
收盘价(元)	35.84
一年内最高/最低(元)	44.25/32.6
市净率	4.5
息率(分红/股价)	2.68
流通A股市值(百万元)	225012
上证指数/深证成指	3259.96/12413.87

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022年03月31日

每股净资产(元)	7.99
资产负债率%	54.73
总股本/流通A股(百万)	6399/6278
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《伊利股份(600887)深度：格局之变提供发展机遇 内生外延打造第二曲线》
2022/05/27

《伊利股份(600887)点评：收入全面提升 盈利确定改善 买入评级》
2022/04/27

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

吕昌
(8621)23297818×010-66500561
lvchang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	110,595	31,047	130,774	146,293	159,831
同比增长率(%)	14.2	13.5	18.2	11.9	9.3
归母净利润(百万元)	8,705	3,519	11,062	13,050	14,894
同比增长率(%)	23.0	24.3	27.1	18.0	14.1
每股收益(元/股)	1.36	0.55	1.73	2.04	2.33
毛利率(%)	30.6	34.4	32.6	33.8	34.7
ROE(%)	18.2	6.9	21.0	22.2	22.9
市盈率	26		21	18	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- **股价表现的催化剂**：原奶成本下行，盈利能力提升
- **核心假设风险**：竞争格局恶化，食品安全事件

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	96,886	110,595	130,774	146,293	159,831
其中: 营业收入	96,524	110,144	130,187	145,619	159,089
减: 营业成本	67,453	76,417	87,728	96,357	103,932
减: 税金及附加	547	664	786	861	953
主营业务利润	28,525	33,064	41,673	48,401	54,204
减: 销售费用	16,884	19,315	24,158	27,094	29,992
减: 管理费用	3,883	4,227	5,453	6,317	6,932
减: 研发费用	487	601	711	795	869
减: 财务费用	188	-29	52	56	31
经营性利润	7,083	8,950	11,299	14,139	16,380
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	12	-109	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-339	-427	161	0	0
加: 投资收益及其他	1,441	1,365	1,280	1,031	1,020
营业利润	8,558	10,230	13,327	15,843	18,142
加: 营业外净收入	-408	-118	-118	-52	-60
利润总额	8,150	10,112	13,209	15,791	18,082
减: 所得税	1,051	1,380	1,779	2,159	2,491
净利润	7,099	8,732	11,430	13,632	15,591
少数股东损益	21	27	367	582	697
归属于母公司所有者的净利润	7,078	8,705	11,062	13,050	14,894
全面摊薄总股本	6,083	6,400	6,399	6,399	6,399
每股收益 (元)	1.17	1.43	1.73	2.04	2.33

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。