

## 乳业龙头优势稳固，全球领先实现可期

### 投资要点

- **事件：**近期公司组织投资者日活动，管理层与投资者就公司近况、发展战略等展开深入交流。
- **五大业务全面推进，共创全球乳业第一目标。**1、持续领跑常温液奶，拥有2+2+X品牌矩阵，以金典、安慕希、优酸乳、伊利母品牌等百亿品牌持续引领行业。把握消费升级需求，推出娟姗有机奶、A2有机奶、安慕希气泡酸奶等新品，丰富产品组合。立足线下优势渠道的同时积极拓展线上、O2O、特通渠道，持续巩固领先地位。2、疫情后低温线上渠道快速增长，包括O2O、生鲜电商、内容电商等；建设私域流量，以数字化赋能传统奶站，与消费者形成互动。3、奶酪千亿级市场空间广阔，疫情打开佐餐奶酪消费场景；推出常温奶酪棒新品，常温更适合作为儿童休闲零食，品类空间进一步拓宽。奶酪行业集中度将进一步提升，公司未来五年目标达成品类第一。4、随着新国标落地，婴儿奶粉配方数量大幅减少，头部国产品牌份额快速提升；金领冠产品优势显著，拥有全行业唯一专利配方。领婴汇俱乐部赋能母婴系统，覆盖绝大部分头部店铺，母婴渠道增速领跑。5、冷饮领先优势明确，发展高端、超高端产品；线上线下融合发展，预计线上渠道收入占比将进一步提高。
- **优质奶源布局充分，把握稀缺牧业资源。**我国长期缺奶，随着乳制品消费需求逐渐提升，牧业将逐步成为稀缺资源。1、优然牧业行业龙头地位稳固，为国内最大原料奶供应商、最大生鲜特色乳供应商，业务覆盖草业、种业、饲料、畜牧业全产业链。截至2021年末，优然牧业奶牛存栏41.6万头，年产生鲜乳约200万吨，为伊利提供充足的优质奶源。2、凝聚上游牧业企业，合作牧场规模化，养殖规模及水平领先行业；定制化开发牧场管理系统，将数字化引入上游牧业，使奶牛养殖更高效。
- **长期成长动力充足，成就全球乳业龙头。**2022年，公司有望达成全球乳业第四，大概率将提前实现全球乳业第一目标。2025年前，公司将在保持现有业务快速发展的同时，提前布局新赛道和新模式，为后续发展储备新增长点；2025年后国际化将成为公司成长新支撑。此外，公司将通过结构优化、运营及资源投入效率提升等方式提升净利率，盈利能力稳中向好。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年归母净利润分别为109.2亿元、131.3亿元、156.6亿元，EPS分别为1.71元、2.05元、2.45元，对应动态PE分别为21倍、17倍、15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。

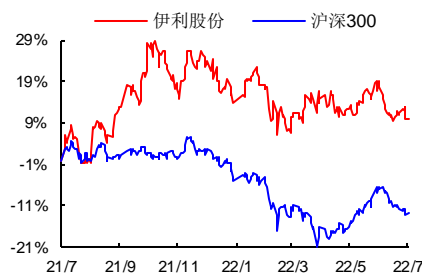
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	1105.95	1308.20	1503.61	1702.88
增长率	14.15%	18.29%	14.94%	13.25%
归属母公司净利润（亿元）	87.05	109.20	131.35	156.59
增长率	22.98%	25.45%	20.28%	19.22%
每股收益EPS（元）	1.36	1.71	2.05	2.45
净资产收益率ROE	17.90%	20.13%	21.21%	22.05%
PE	26	21	17	15
PB	4.81	4.31	3.77	3.28

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

### 相对指数表现



### 基础数据

总股本(亿股)	63.99
流通A股(亿股)	62.78
52周内股价区间(元)	33.1-43.24
总市值(亿元)	2,293.53
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)：22Q1业绩开门红，盈利能力再创新高 (2022-05-02)
2. 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)
3. 伊利股份(600887)：整体业绩再创新高，如期实现开门红 (2022-03-11)
4. 伊利股份(600887)：牵手澳优相得益彰，龙头优势持续巩固 (2021-10-31)
5. 伊利股份(600887)：各类业务全面发展，盈利能力逆势提高 (2021-09-01)

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1105.95	1308.20	1503.61	1702.88	净利润	87.32	109.23	131.38	156.64
营业成本	764.17	893.95	1023.55	1154.22	折旧与摊销	32.88	22.77	22.77	22.77
营业税金及附加	6.64	9.16	10.53	11.92	财务费用	-0.29	2.13	3.54	2.84
销售费用	193.15	223.70	255.61	287.79	资产减值损失	-4.27	-1.00	0.00	0.00
管理费用	42.27	49.71	53.38	59.94	经营营运资本变动	20.04	-64.94	9.62	9.42
财务费用	-0.29	2.13	3.54	2.84	其他	19.60	0.90	0.49	-0.23
资产减值损失	-4.27	-1.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>155.28</b>	<b>69.10</b>	<b>167.81</b>	<b>191.44</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-77.97</b>	<b>22.30</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>102.30</b>	<b>130.55</b>	<b>157.01</b>	<b>186.17</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>101.12</b>	<b>128.51</b>	<b>154.57</b>	<b>184.28</b>	股权融资	131.69	0.00	0.00	0.00
所得税	13.80	19.28	23.19	27.64	支付股利	-49.88	-43.52	-54.60	-65.67
净利润	87.32	109.23	131.38	156.64	其他	-58.80	-19.92	-3.54	-2.84
少数股东损益	0.27	0.03	0.04	0.05	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>119.45</b>	<b>-189.40</b>	<b>-58.14</b>	<b>-68.51</b>
归属母公司股东净利润	87.05	109.20	131.35	156.59	<b>现金流量净额</b>	<b>196.47</b>	<b>-98.01</b>	<b>109.66</b>	<b>122.93</b>
资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	317.42	219.42	329.08	452.01	<b>成长能力</b>				
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	104.69	119.59	135.35	营业利润增长率	19.54%	27.61%	20.26%	18.58%
其他流动资产	57.42	40.93	46.98	53.16	净利润增长率	23.00%	25.09%	20.28%	19.22%
长期股权投资	42.10	42.10	42.10	42.10	EBITDA 增长率	20.56%	15.25%	17.92%	15.52%
投资性房地产	5.08	5.08	5.08	5.08	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	330.88	310.51	290.13	269.76	毛利率	30.90%	31.67%	31.93%	32.22%
无形资产和开发支出	19.15	17.17	15.19	13.20	三费率	21.26%	21.06%	20.79%	20.59%
其他非流动资产	120.86	120.45	120.04	119.63	净利率	7.90%	8.35%	8.74%	9.20%
<b>资产总计</b>	<b>1019.62</b>	<b>904.76</b>	<b>1018.91</b>	<b>1147.79</b>	ROE	17.90%	20.13%	21.21%	22.05%
短期借款	125.96	0.00	0.00	0.00	ROA	8.56%	12.07%	12.89%	13.65%
应付和预收款项	176.33	211.10	240.87	271.12	ROIC	29.63%	32.76%	36.96%	45.01%
长期借款	53.80	53.80	53.80	53.80	EBITDA/销售收入	12.20%	11.88%	12.19%	12.44%
其他负债	175.62	97.34	104.93	112.59	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>531.71</b>	<b>362.24</b>	<b>399.61</b>	<b>437.51</b>	总资产周转率	1.28	1.36	1.56	1.57
股本	64.00	63.99	63.99	63.99	固定资产周转率	4.20	4.61	5.71	7.01
资本公积	142.69	142.70	142.70	142.70	应收账款周转率	61.87	61.65	61.26	60.75
留存收益	274.98	340.65	417.40	508.32	存货周转率	9.12	9.08	8.99	8.92
归属母公司股东权益	477.08	531.66	608.40	699.33	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	10.95	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>487.91</b>	<b>542.52</b>	<b>619.30</b>	<b>710.27</b>	资产负债率	52.15%	40.04%	39.22%	38.12%
负债和股东权益合计	1019.62	904.76	1018.91	1147.79	带息债务/总负债	39.80%	23.65%	21.44%	19.58%
					流动比率	1.16	1.55	1.82	2.06
					速动比率	0.95	1.16	1.42	1.66
					股利支付率	57.30%	39.86%	41.57%	41.94%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.36	1.71	2.05	2.45
					每股净资产	7.46	8.31	9.51	10.93
					每股经营现金	2.43	1.08	2.62	2.99
					每股股利	0.78	0.68	0.85	1.03
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	134.89	155.46	183.32	211.78					
PE	26.35	21.00	17.46	14.65					
PB	4.81	4.31	3.77	3.28					
PS	2.07	1.75	1.53	1.35					
EV/EBITDA	15.29	13.04	10.46	8.47					
股息率	2.17%	1.90%	2.38%	2.86%					

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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
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	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn