

2022 年 8 月 1 日



伊利 (600887.CH) 中国乳业王者的明天会更好

买入

首次覆盖

中国乳制品行业，是中国消费领域为数不多同时受益于长期消费趋势演变及国家发展政策的消费板块。我们认为，中国乳制品行业主要具备四大优势：1) 人均销量处于较低水平，未来增长空间大；2) 受益于消费者健康意识提升与消费升级等趋势；3) 高度契合国家战略发展方向，长期受国家政策支持；4) 行业持续整合，竞争逐渐改善。这四大优势赋予了中国乳制品行业极高的长期增长确定性。我们首次覆盖伊利 (600887.CH)，给予“买入”评级。

林闻嘉 (消费分析师)
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA (助理分析师)
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439



欢迎关注
浦银国际研究

目录

伊利（600887.CH）：中国乳业王者的明天会更好	3
规模最大、品类最全、利润率最高的中国乳制品企业	5
强大竞争壁垒巩固王者地位	8
全品类布局推动可持续增长	15
盈利预测	27
目标价与估值	32
风险提示	32
SPDBI 乐观与悲观情景假设	34
公司背景	35

伊利 (600887.CH): 中国乳业王者的明天会更好

无论是品牌力、渠道力以及各品类市场份额,伊利无疑是中国乳制品的王者。市场更多视伊利为价值投资,认为其未来成长性相对较弱。但我们认为伊利未来的收入与利润规模仍有提升空间,而其在婴配粉、高端白奶以及低温酸品类的成长性不容小觑。

- 规模最大、利润率最高、发展最稳的乳制品企业:** 就收入、销量与市占率来看,伊利无疑是中国规模最大的乳制品企业。除此之外,伊利的利润率在各大乳制品企业中也独占鳌头。这主要归功于 **1)** 较高的收入体量带来的规模效应; **2)** 全面又均衡发展的品类矩阵 (尤其是奶粉与冷饮等高毛利产品); 以及 **3)** 较高的运营效率。而伊利稳定的销售表现 (尤其在疫情期间) 也为市场带来较高的投资确定性与安全性。
- 伊利四大竞争优势铸就强大护城河:** 我们认为伊利的竞争优势主要来自以下四个方面: **1)** 强大的品牌力与品牌知名度; **2)** 丰富的牧场和原奶资源; **3)** 发达的全国分销以及对终端销售网点强大的掌控; **4)** 稳定且积极性高的管理层。这四大竞争优势造就了伊利强大的竞争壁垒,使其有能力面对各种挑战、抓住各种新的机遇,从而持续抢占市场份额。
- 全品类均衡发展推动可持续增长:** 伊利是中国乳制品行业布局最全面、发展最均衡的企业。伊利的常温白奶、常温酸奶、乳饮料与冷饮的市占率常年排名行业第一。收购澳优后,伊利的奶粉业务也如虎添翼,市占率升至行业第二。伊利也在不断地尝试乳制品以外的品类,为未来持续增长提供了源源不断的动力。
- 估值:** 综合考虑伊利强大的品牌力、渠道力和各项品类的绝对统治地位, 26x 2023E P/E 作为伊利的估值 (相比大型国际食品饮料企业平均估值 20% 的溢价), 得到目标价 47.9 元人民币。
- 投资风险:** 1) 原奶及大包粉价格上涨超预期; 2) 各细分产品线竞争加剧; 3) 疫情反复令供应链受阻。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	96,886	110,595	128,018	144,340	158,699
同比变动 (%)	7.4%	14.2%	15.8%	12.8%	9.9%
股东应占净利	7,078	8,705	10,237	11,795	14,007
同比变动 (%)	2.1%	23.0%	17.6%	15.2%	18.8%
PE (X)	31	26	23	20	17
ROE (%)	25.0%	22.0%	22.8%	27.0%	29.1%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司公告、浦银国际

完整报告:《中国乳制品行业: 健康意识提升与消费升级驱动长期可持续增长》

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠

助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2022 年 8 月 1 日

评级

买入

目标价 (人民币)	47.9
潜在升幅/降幅	+30.3%
目前股价 (人民币)	36.8
52 周内股价区间 (人民币)	32.3-44.3
总市值 (百万人民币)	233,704
近 3 月日均成交额 (百万元)	1,839.0

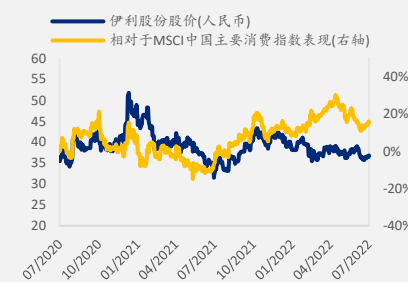
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



浦银国际

首次覆盖

伊利 (600887.CH): 中国乳业王者的明天会更好

财务报表分析与预测 - 伊利股份

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	96,886	110,595	128,018	144,340	158,699
同比	7.4%	14.2%	15.8%	12.8%	9.9%
营业成本	-67,453	-76,417	-86,862	-96,720	-105,374
税金及附加	-547	-664	-729	-808	-889
毛利润	28,886	33,515	40,427	46,813	52,436
毛利率	29.8%	30.3%	31.6%	32.4%	33.0%
销售费用	-16,884	-19,315	-23,240	-26,388	-28,849
管理费用	-3,883	-4,227	-5,143	-5,829	-6,327
其他经营收入及收益	-487	-601	-607	-673	-741
经营利润	7,633	9,372	11,436	13,923	16,519
经营利润率	7.9%	8.5%	8.9%	9.6%	10.4%
财务费用	-188	29	-81	-392	-343
其他收益	676	809	800	800	800
投资净收益	600	461	630	500	500
减值损失/收益	-162	-442	-400	-400	-400
营业利润	8,558	10,230	12,386	14,431	17,077
营业外收入	49	58	58	58	58
营业外支出	-457	-176	-200	-200	-200
利润总额	8,150	10,112	12,244	14,290	16,935
所得税	-1,051	-1,380	-1,690	-1,972	-2,337
所得税率	-12.9%	-13.6%	-13.8%	-13.8%	-13.8%
净利润	7,099	8,732	10,554	12,318	14,598
减：少数股东损益	21	27	317	523	591
归母净利润	7,078	8,705	10,237	11,795	14,007
归母净利率	7.3%	7.9%	8.0%	8.2%	8.8%
同比	2.1%	23.0%	17.6%	15.2%	18.8%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,695	31,742	22,856	24,252	27,031
现金及等价物	11,434	31,080	22,194	23,591	26,369
其他	262	662	662	662	662
应收票据及应收账款	1,759	2,107	2,562	2,889	3,176
预付款项	1,290	1,520	1,759	1,983	2,181
其他应收款	115	126	126	126	126
存货	7,545	8,917	12,702	14,144	15,409
其他流动资产	5,976	5,742	5,742	5,742	5,742
流动资产合计	28,381	50,155	45,747	49,137	53,665
长期股权投资	2,903	4,210	4,210	4,210	4,210
固定资产	23,343	29,379	32,855	35,662	37,802
在建工程	5,425	3,736	3,736	3,736	3,736
无形资产	1,536	1,609	1,895	2,041	2,170
商誉	362	306	306	306	306
递延所得税资产	1,294	1,184	1,184	1,184	1,184
其他非流动资产	7,911	11,384	8,889	8,889	8,889
非流动资产合计	42,774	51,807	53,074	56,028	58,297
短期借款	6,957	12,596	12,596	12,596	12,596
应付票据及应付账款	11,636	14,062	15,989	17,804	19,397
合同负债	6,056	7,891	7,891	7,891	7,891
应付职工薪酬	2,713	3,168	3,667	4,135	4,546
应交税费	632	403	403	403	403
其他应付款	3,137	3,515	3,515	3,515	3,515
其他流动负债	3,638	1,661	1,661	1,661	1,661
流动负债合计	34,768	43,296	45,723	48,005	50,010
长期借款	1,375	5,380	5,380	5,380	5,380
应付债券	3,762	3,188	3,188	3,188	3,188
其他非流动负债	716	1,307	891	891	891
非流动负债合计	5,853	9,875	9,459	9,459	9,459
股本	7,500	20,669	20,669	20,669	20,669
储备	22,884	27,040	19,111	22,649	26,851
少数股东权益	149	1,083	3,860	4,383	4,974
所有者权益合计	30,533	48,791	43,639	47,701	52,494

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7,099	8,732	10,554	12,318	14,598
固定资产折旧	2,223	3,033	4,124	4,792	5,460
无形资产摊销	83	118	136	153	171
财务费用	668	826	-81	-392	-343
存货的减少	195	-838	-1,325	-1,441	-1,266
经营性应收项目的减少	-3,302	-891	-694	-551	-485
经营性应付项目的增加	2,657	3,909	2,427	2,282	2,004
其他	229	639	-230	-100	-100
经营活动产生的现金流量净额	9,852	15,528	14,912	17,061	20,040
资本开支	-6,522	-6,683	-8,300	-8,300	-8,300
投资支付的现金	-3,961	-979	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	-518	-11,000	0	0
其他	1,440	383	630	500	500
投资活动产生的现金流量净额	-9,043	-7,797	-18,670	-7,800	-7,800
吸收投资收到的现金	248	12,255	1,957	0	0
取得借款收到的现金	74,557	126,938	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	0	636	0	0	0
偿还债务支付的现金	-69,436	-121,958	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-5,310	-5,693	-7,085	-7,865	-9,462
其他	-106	-234	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-47	11,945	-5,128	-7,865	-9,462
现金及现金等价物净增加额	367	19,647	-8,887	1,397	2,778
期初现金及现金等价物余额	11,067	11,434	31,080	22,194	23,591
期末现金及现金等价物余额	11,434	31,080	22,194	23,591	26,369

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.17	1.43	1.60	1.84	2.19
每股销售额	15.93	17.28	20.00	22.55	24.80
每股股息	0.82	0.96	1.12	1.29	1.53
同比变动					
收入	7.4%	14.2%	15.8%	12.8%	9.9%
经营溢利	3.1%	22.8%	22.0%	21.7%	18.6%
归母净利润	2.1%	23.0%	17.6%	15.2%	18.8%
费用与利润率					
毛利率	29.8%	30.3%	31.6%	32.4%	33.0%
经营利润率	7.9%	8.5%	8.9%	9.6%	10.4%
归母净利率	7.3%	7.9%	8.0%	8.2%	8.8%
回报率					
平均股本回报率	25.0%	22.0%	22.8%	27.0%	29.1%
平均资产回报率	10.8%	10.1%	10.5%	12.1%	13.4%
资产效率					
应收账款周转天数	7.8	7.3	7.3	7.3	7.3
库存周转天数	56.7	53.4	53.4	53.4	53.4
应付账款周转天数	66.7	67.2	67.2	67.2	67.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.8	1.2	1.0	1.0	1.1
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
负债/ 权益	1.3	1.1	1.3	1.2	1.1
估值					
市盈率 (x)	31.5	25.7	23.0	20.0	16.8
市销率 (x)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.5
股息率	2.2%	2.6%	3.0%	3.5%	4.2%

伊利（600887.CH）：中国乳业王者的明天会更好

规模最大、品类最全、利润率最高的中国乳制品企业

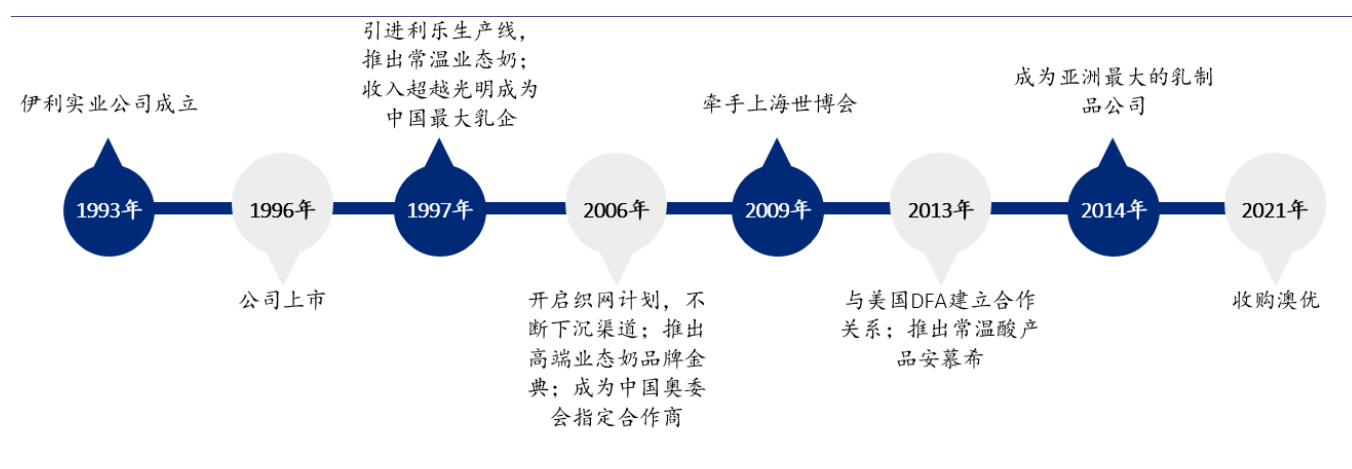
伊利内蒙古伊利实业集团成立于 1993 年的内蒙古，经历近 30 年的时间和几代人的努力成长为中国乳制品行业绝对的龙头。

图表 2：伊利的历史发展进程

年份	发展阶段	重大发展进程
1993-1997 年	发展初期	1993 年公司成立，并成立冷饮事业部，开始品牌化运营 1996 年公司在上交所上市，成为中国第一家 A 股上市的乳制品企业。
1997-2006 年	高速增长期	1997 年引进瑞典利乐装生产线，成为第一家推出常温液态奶的企业，为其日后全国化扩张打下基础。同时，公司在乳饮料、奶粉、冷饮、酸奶等品类全面布局。
2006-2013 年	渠道深耕期	公司于 2006 年启动织网计划，并成为第一家覆盖全国的乳制品企业。其深度分销模式使伊利成为全国渗透率最高的乳制品企业。
2013 年至今	稳步扩张期	聚焦产品升级、品类创新与品牌力的提升，稳步提高自身产品定位与市场份额，进一步巩固伊利行业龙头的地位

资料来源：公司资料、浦银国际

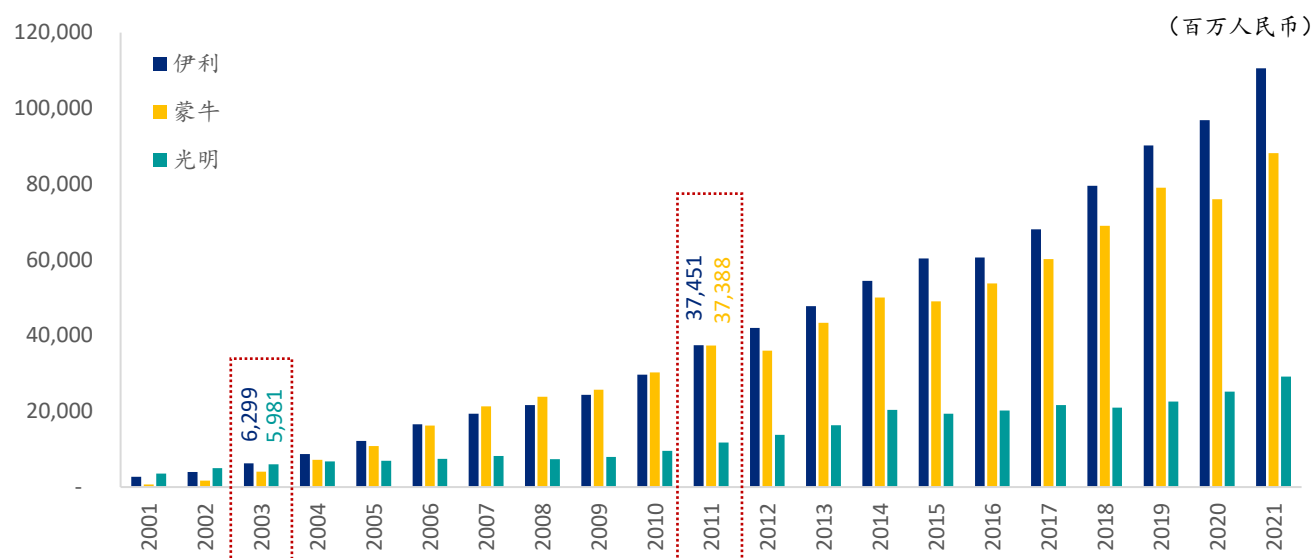
图表 3：伊利重要事件里程碑



资料来源：公司资料、浦银国际

伊利的收入规模在 2003 年超过光明，又在 2011 年超过蒙牛，并在此后维持市场第一的位置。伊利过去 22 年的收入复合增长率达到 21.9%。

图表 4：2001-2021 年伊利、蒙牛、光明收入规模比较



资料来源：公司数据、浦银国际

伊利在大部分乳制品品类中的市场份额都排名第一，而伊利对澳优的收购，进一步巩固了伊利在婴幼儿配方奶粉行业的地位。

图表 5：各乳制品品类市场份额前三名，2021

	乳制品	常温白奶	低温白奶	常温酸奶	低温酸奶	乳饮料	奶粉	冷饮
第一名	伊利	伊利	光明	伊利	蒙牛	伊利	飞鹤	伊利
第二名	蒙牛	蒙牛	三元	蒙牛	光明	蒙牛	伊利	联合利华
第三名	光明	完达山	新希望乳业	光明	伊利	旺旺	雀巢	蒙牛

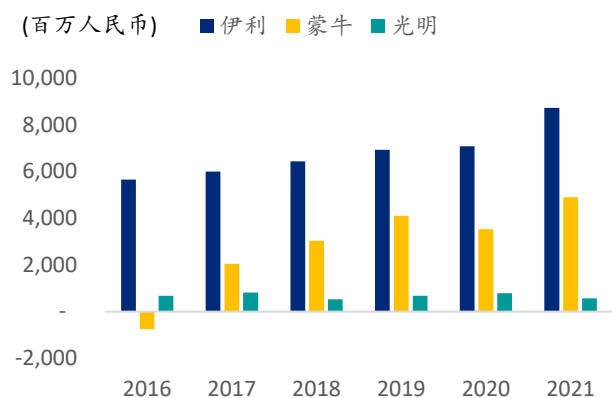
注：奶粉业务中伊利市场份额包含澳优。

资料来源：Euromonitor、浦银国际

除了收入和销量以外，在主要乳制品玩家中，伊利的利润率与利润规模也独占鳌头。这主要归功于以下三个方面：

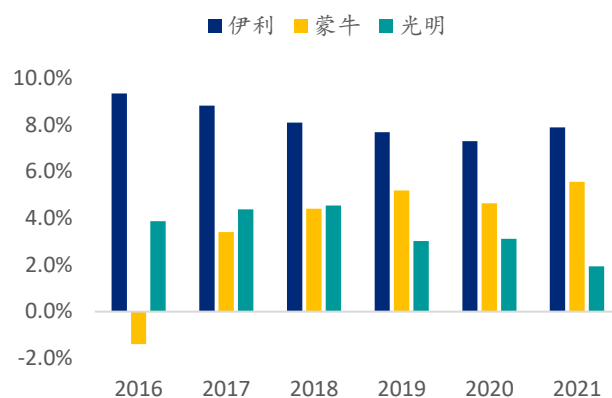
- (1) 伊利收入规模较大（在生产与销售都具有较强的规模效应）
- (2) 伊利各个品类全面发展（尤其是奶粉与冷饮等高毛利品类）
- (3) 伊利运营效率较高（基于其发达的深度分销渠道）

图表 6: 伊利、蒙牛、光明净利润规模比较, 2016-2021



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 7: 伊利、蒙牛、光明净利润率比较, 2016-2021



资料来源: 公司数据、浦银国际

无论从收入、销量、各品类的市场份额及利润率来看, 伊利都无愧于中国乳制品行业龙头的称号。

强大竞争壁垒巩固王者地位

伊利能在过去 10 年连续保持行业第一，可见伊利在中国乳制品行业中有着强大的护城河与竞争优势。我们认为，伊利最主要的竞争优势来自于以下四个方面：

- (1) 强大品牌力
- (2) 丰富的原奶资源
- (3) 发达的分销渠道
- (4) 稳定且受到高度激励的管理层

强大的品牌力

伊利在中国乳制品行业的品牌影响力毋庸置疑。在 BrandZ 发布的“最具价值中国品牌”榜单中，伊利连续九年蝉联食品和乳制品行业第一。伊利还在 Brand Finance 发布的“全球最具价值乳品品牌 10 强”蝉联第一，并连续 4 年在“全球乳品品牌潜力榜”中夺冠。

图表 8： Brand Z 最具价值中国品牌榜单中食品企业，2021

排名	企业	品牌价值 (百万美元)
1	伊利 	17,063
2	海天 	15,798
3	蒙牛 	9,436
4	双汇 	4,841

资料来源：BrandZ、浦银国际

图表 9： Brand Finance 全球最具价值乳制品品牌，2021

排名	企业	国家	品牌价值 (百万美元)
1	伊利	中国	9,591
2	达能	法国	8,206
3	蒙牛	中国	4,788
4	艾拉	丹麦	3,139
5	阿穆尔	印度	3,133
6	美赞臣	美国	2,414
7	越南乳业	越南	2,383
8	阿尔马莱	沙特阿拉伯	2,203
9	总统	法国	2,090
10	养乐多	日本	1,985

资料来源：Brand Finance、浦银国际

在凯度消费者指数《2021 年亚洲品牌足迹报告》中，“伊利”品牌以超过 10 亿以上的消费者触及数，连续 6 年成为消费者选择最多的品牌。

图表 10: Kantar 中国消费者十大首选品牌, 2021

排名	企业名	CRPs(百万)	渗透指数	购买频率
1	伊利	1,300.3	92.4	7.0
2	蒙牛	1,121.8	90.3	6.3
3	康师傅	840.3	83.2	5.1
4	海天	616.6	79.2	4.1
5	双汇	434.4	62.3	3.6
6	旺旺	430.6	66.1	3.2
7	相印	398.4	55.4	3.6
8	农夫山泉	395.2	64.4	3.2
9	统一	393.6	60.3	3.3
10	光明	358.6	40.2	4.5

注: CRP (Consumer Reach Point) 是 Kantar 为准确衡量消费者的选择创立的测量标准。它综合考量了消费者购买某品牌的家庭数量及频率。

资料来源: Kantar、浦银国际

为了维持自身品牌力与品牌形象, 伊利不遗余力地进行品牌建设。2010 年, 伊利牵手上海世博会, 成为唯一一家符合世博标准、为上海世博会提供乳制品的企业; 2005 年, 伊利被选为北京奥运会独家乳品赞助商, 并与北京奥组委达成长期合作关系。此后, 伊利又赞助了 2012 年伦敦奥运会, 并成为 2022 年北京冬奥会、冬残奥会官方乳制品合作伙伴。

除了重大活动与赛事之外, 伊利在过去 10 年里赞助了众多年轻人热爱的综艺节目, 积极塑造年轻化的品牌形象, 从而占领更多年轻消费者的心智。

图表 11: 伊利担任上海世博会指定赞助商



资料来源: 伊利官网、浦银国际

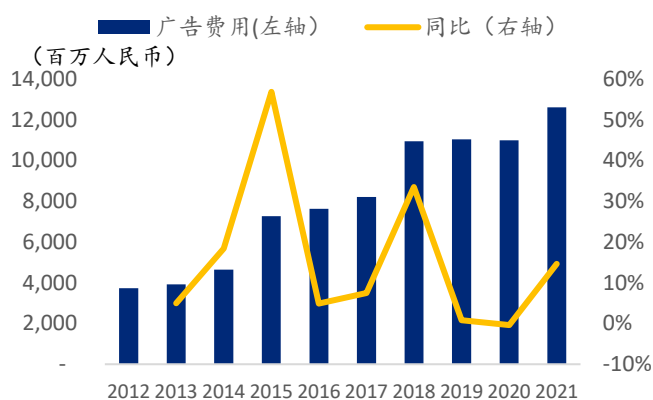
图表 12: 伊利成为北京冬奥会赞助商



资料来源: 伊利官网、浦银国际

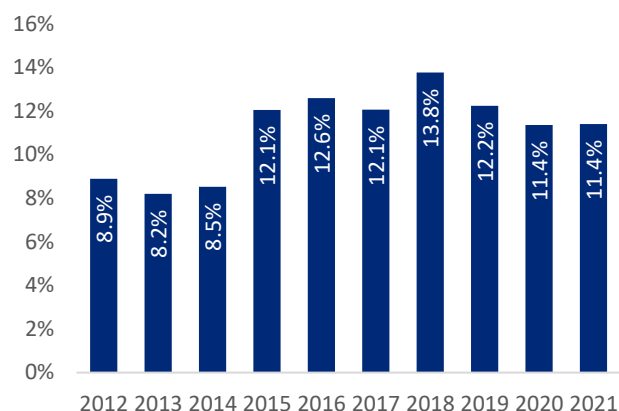
过去 10 年, 伊利的广告费用随着收入的增加而持续增长。正是依靠不断的市场营销与品牌投入, 伊利才能保持其高水准的品牌活力, 并持续受到众多消费者的欢迎。

图表 13: 伊利广告费用及其同比增长



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 14: 伊利广告费用率



资料来源: 公司数据、浦银国际

丰富的原奶资源

在中国优质原奶资源日趋紧张的大环境下，对上游原奶资源的掌控程度决定了公司未来发展的命脉。

作为行业龙头，伊利很早就开始对上游牧场进行布局。伊利拥有中国规模最大的优质奶源基地，覆盖西北、内蒙古、东北三大黄金奶源基地及其他众多优质牧场，可助力伊利辐射基本全国各个区域市场。

图表 15：伊利上游牧场分布情况



资料来源：伊利官网、浦银国际

除了自建牧场外，伊利还对多家超大规模的原奶生产企业进行了股权投资。这些与伊利有股权合作的上游奶源企业将大部分原奶都供应给了伊利用于生产下游乳制品产品。

图表 16：伊利对上游原奶生产企业的股权投资

牧场	控股比例	原奶产量 (万吨)	供应占比
优然牧业	40%	157.5	90%以上
赛科星	58.36%(通过优然牧业)		70%
恒天然河北、 山西牧场	100%	26.9	90%以上
中地乳业	31.87%	43.1	90%以上

资料来源：公司资料、浦银国际整理

截止目前，伊利在全国拥有近千座自建、在建及合作牧场。其中，规模化集约化的养殖在奶源供应比例中达 100%，保证了公司优质的原奶供应。

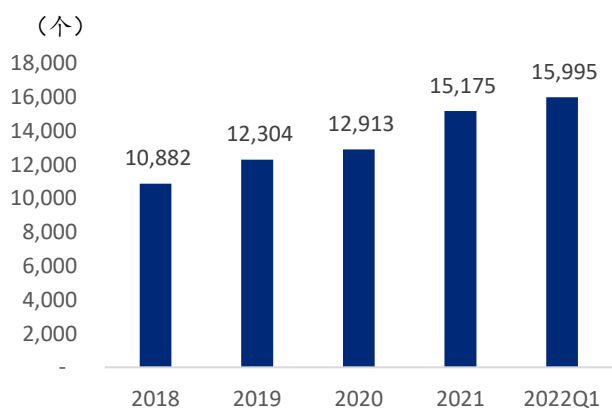
目前，伊利的自有牧场（包括自建与股权投资）所提供的原奶估计可满足伊利 25%的生产需求。对上游原奶资源的掌控使伊利能够保障高端产品的生产与供应，并且在原奶价格大幅上涨的时候，依然可以维持原奶采购价格的基本稳定。

发达的分销渠道

为加强对终端的掌控能力，早在 2006 年，伊利就开始在全国范围内开展“织网计划”，历时 5 年，结合经销商和直营模式，完成了“纵贯南北、辐射东西”的全国性市场布局，达成了生产、销售、市场一体化运作，成为中国首家覆盖全国市场的乳制品企业。同时，公司通过下派销售人员至终端网点，共同开拓市场，也使公司对终端的把控更强。受惠于前期的大型投入，截至 2021 年末，在全国范围内，公司拥有 1.5 万个经销商，贡献接近 97%的营业收入。

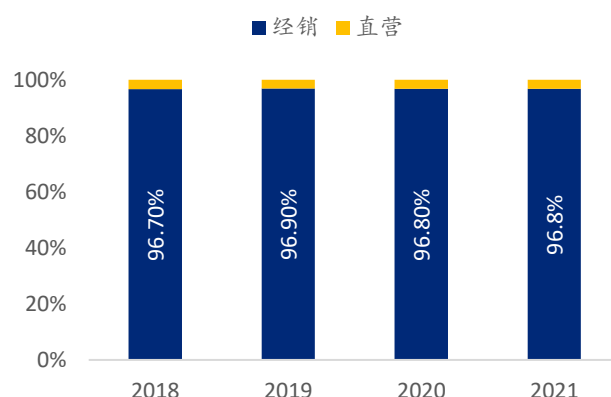
同时，公司早在 2007 年就注意到中国下沉市场的重要性，先于蒙牛及其他行业竞争者提前布局下沉市场。借助商务部在当年发起的“万镇千乡”活动，持续增加下沉市场网点数量。并于 2013 年积极推进渠道精耕计划，弥补渠道覆盖空白，进一步加强销售终端的掌握能力。截至 2020 年末，乡村网点达 109.6 万家，渠道渗透能力逐年提升。

图表 17：伊利经销商数量



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 18：伊利营业收入中经销和直营占比

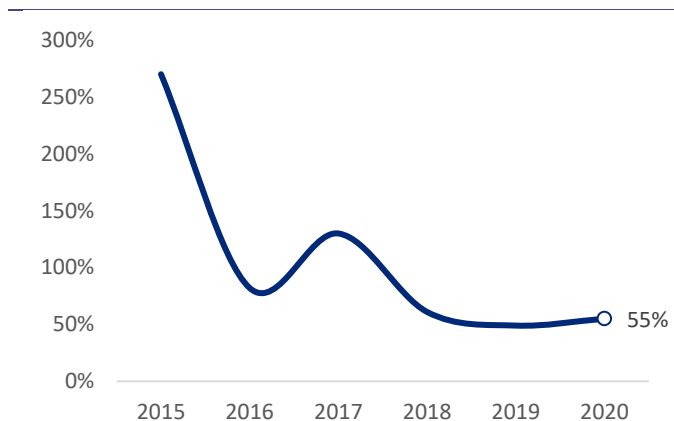


资料来源：公司数据、浦银国际

当下消费模式不断变化，伊利敏锐地关注到电商及 O2O 等新零售方式的兴起，大力发展线上渠道。伊利已在天猫、京东等大型电商实现全覆盖，并在近年来的“618”和“双十一”大促中，在食品饮料领域稳居第一。

O2O 方面，伊利与京东共同建立协同仓库，由伊利提供产品，对接京东订单，也在 2020 年与京东到家建立合作协议，利用京东广泛的配送布局，缩短下单至订单送达速度，进一步扩大客户辐射面积。

图表 19：伊利电商业务同比增速，2015-2020



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 20：伊利大促期间成绩单（2021 年）



资料来源：公司资料、抖音、浦银国际

管理层稳定且高度受激励

相比竞争对手，伊利的管理层最大的特点就是稳定。

潘刚 2002 年开始出任伊利集团的总裁，2005 年开始同时担任伊利总裁及董事长。过去 20 年里，潘刚都是伊利名副其实的最高决策者，带领伊利进行织网行动、克服三聚氰胺事件、反超蒙牛重回中国乳业龙头位置并延续至今。

包括董事长潘刚在内，伊利大部分的管理层都是内部提拔的，升任管理层之前都在伊利深耕多年，与公司有着深厚的感情。这也有利于公司管理结构的稳定，上下更齐心，更有利于战略的实施。

图表 21：董事长潘刚的履历

时间	职位
1992-1993 年	呼和浩特市回民奶食品厂车间工人、质检员
1993-1994 年	伊利集团冷冻食品公司质检部部长
1994-1996 年	伊利集团冷冻食品公司生产部部长
1996-1999 年	伊利集团矿泉饮料有限责任公司董事长、总经理兼党总支书记
1999-2002 年	伊利集团总裁助理兼液态奶事业部总经理
2002-2004 年	伊利集团董事、总裁兼液态奶事业部总经理
2004-2005 年	伊利集团董事、总裁
2005 年至今	伊利集团党委书记、董事长、总裁

资料来源：公司资料、浦银国际整理

为了更好的激励员工，伊利对管理层与核心员工实施了多轮股权激励（分别在 2006、2016 与 2019 年）。这些股权激励深度绑定了管理层、核心员工与公司的利益，从而充分调动了员工的工作积极性。

其中，伊利于 2019 年推出的股权激励方案主要针对高管及核心人员共 478 人。公司通过二级市场回购，共授予激励方案相关人员 152,428,000 股，并分 5 期（每年实施一期），在公司经营指标达成既定条件（如 ROA、净利润）的情况下解除限售。

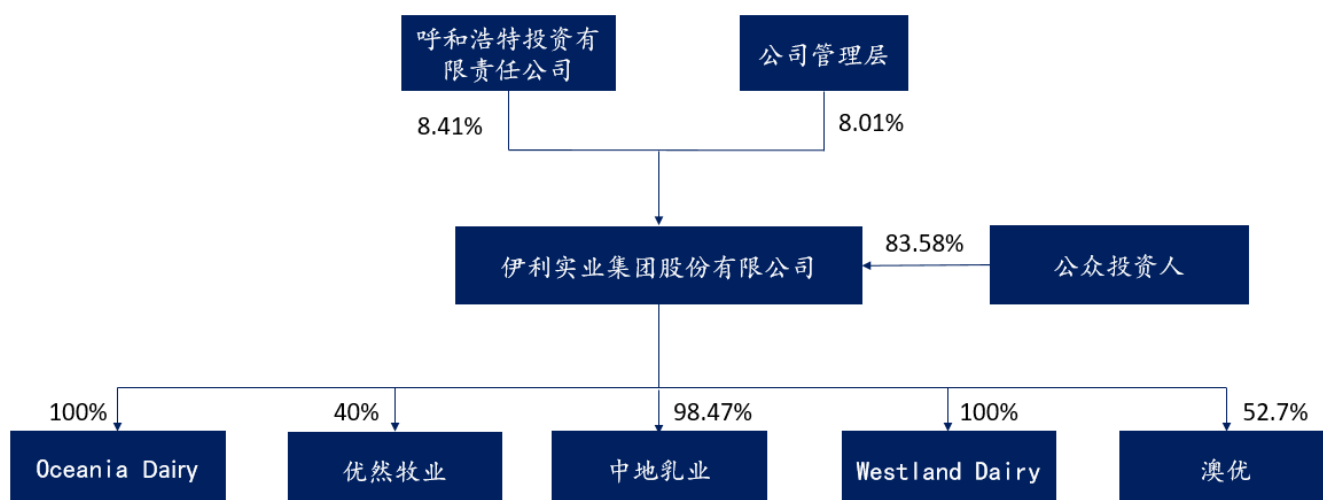
图表 22：伊利 2019 年股权激励安排

年份	解除限售期	解除限售满足条件				是否达成
		净利润目标 (以 18 年为基数)	ROA 目标	现金分红目标	考核目标内含 净利润	
2019	第一个接触限售期	不低于 8%	不低于 20%	不低于 70%	6,458	✓
2020	第二个接触限售期	不低于 18%	不低于 20%	不低于 70%	7,184	✓
2021	第三个接触限售期	不低于 28%	不低于 20%	不低于 70%	7,944	✓
2022	第四个接触限售期	不低于 38%	不低于 20%	不低于 70%	8,224	/
2023	第五个接触限售期	不低于 48%	不低于 20%	不低于 70%	8,820	/

注：上述“净利润”“净利润增长率”“净资产收益率”中所涉及的净利润指归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润，并且剔除本次及其它激励计划股份支付费用影响的数值作为计算依据。资料来源：公司资料、浦银国际整理

截止目前，伊利的主要管理层（包括潘刚在内）总共持有伊利 8.01% 的股权，是仅次于呼和浩特投资有限公司之后的第二大股东。这也保证了管理层与公司利益的高度一致。

图表 23：伊利股权结构



资料来源：浦银国际整理

全品类布局推动可持续增长

伊利是中国乳制品行业布局最全面，发展最均衡的企业。无论是常温白奶、常温酸奶、低温酸奶、乳饮料、奶粉或冰激凌，伊利都有稳定的市场地位与丰富的产品布局。除了乳制品以外，伊利还将触角积极延伸至非乳制品市场，比如植物基饮品、功能性饮料与瓶装水。全面的品类覆盖、全品类发展与积极的品类扩展为伊利未来持续增长提供了源源不断的动力。

图表 24：伊利产品矩阵汇总

产品品类		产品						
常温白奶	伊利	金典有机奶	舒化					
								
低温白奶	金典鲜牛奶	伊利鲜牛奶						
								
常温酸奶	安慕希	安慕希AMX						
								
低温酸奶	伊利	畅轻	每益添	Joy Day	帕瑞缇	益消	大果粒	QQ星
								
乳饮料	优酸乳	植选	谷粒多	味可滋	核桃乳	畅意		
								
奶粉	金领冠	QQ星	金贝智	欣活	塞纳牧	澳优		
								
冷饮	巧乐兹	甄稀	冰工厂	妙趣	须尽欢	老冰棍	伊利牧场	伊利火炬
								
奶酪	儿童奶酪棒							
								

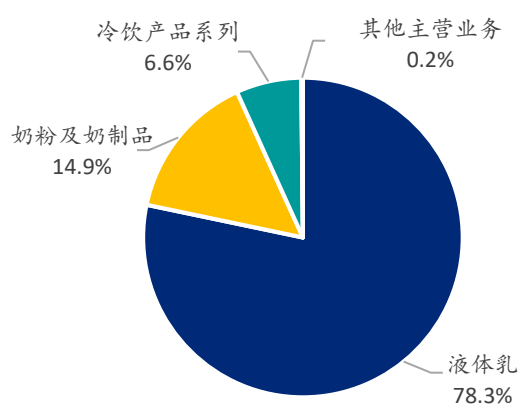
资料来源：京东，淘宝，浦银国际

未来，伊利常温品类将持续通过产品结构升级实现高端化，低温品类通过产品创新与升级抢占市场份额，而奶粉业务在收购澳优以后有望释放新的增长空间。

常温白奶：稳健发展，实现持续高端化

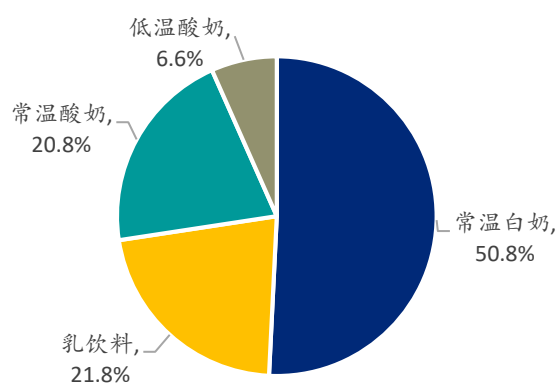
我们认为，常温白奶（UHT 奶）是伊利的立身之本。伊利是所有中国乳制品行业中第一个推出利乐装常温白奶的企业。我们估算 2021 年，常温白奶占伊利总体销售额的 40%，占伊利液体乳销售额的 51%，是伊利所有品类中销售额最高的一个。

图表 25：伊利销售额分布情况，2021



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 26：伊利液体乳销售额分布情况，2021

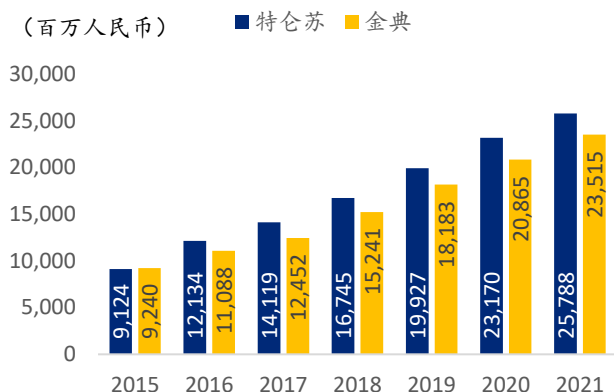


资料来源：公司数据、浦银国际估算

2021 年整体消费动力维持疲软之际，伊利常温白奶依然维持稳定的双位数增长，同比增长 18%。我们认为，随着中国消费者未来健康意识提升，消费偏好将继续向白奶转移，从而推动伊利白奶销量继续稳步增长。

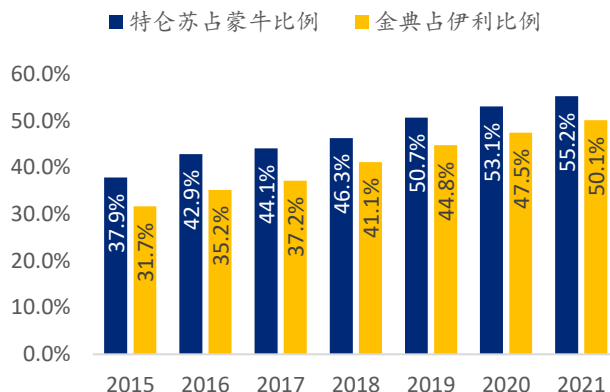
另一方面，尽管伊利常温白奶整体销售额高于蒙牛，但伊利的高端常温白奶产品金典的销售规模依然与蒙牛的高端白奶产品特仑苏存在一定差距。这也就意味着，伊利常温白奶品类依然有较大的高端化空间。

图表 27：金典与特仑苏零售端销售额比较



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 28：金典与特仑苏分别对伊利与蒙牛的常温白奶业务的零售占比



资料来源：Euromonitor、浦银国际

我们相信，金典未来将继续通过产品创新，致力于产品品质的提升与产品定位的高端化。同时，在金典未来增速持续高于普通白奶产品的加持下，伊利整体常温白奶的产品结构将得到进一步的提升。

图表 29：金典产品汇总

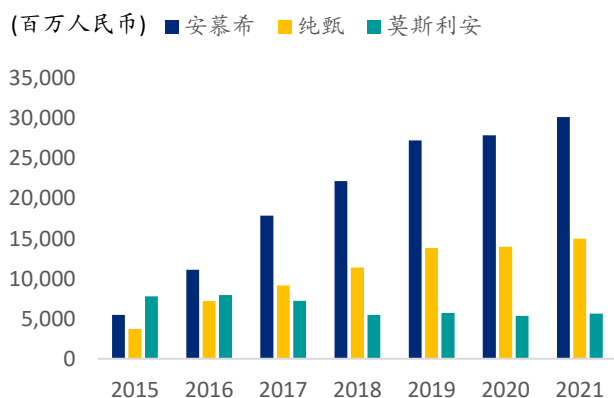


资料来源：伊利官网、浦银国际

常温酸奶：保持市场领先地位

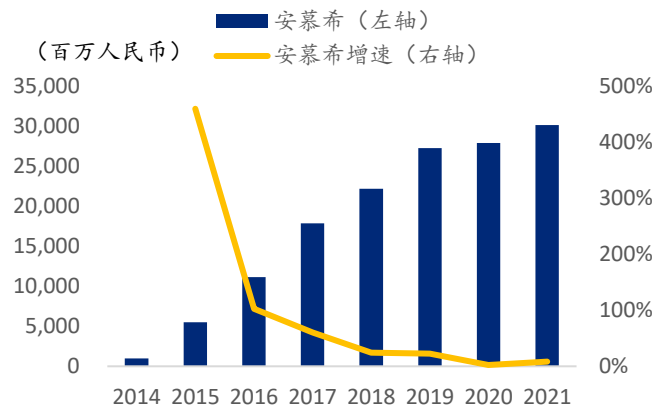
目前在常温酸奶领域，伊利的安慕希是绝对的领导者，2021 年市场份额达到 53%，过去 6 年市场规模始终排名第一。2013 年上市以来，安慕希一直保持高速增长，我们预测安慕希在 2015-2020 年的复合增长率达到 63%。

图表 30：主要常温酸奶产品的销售额对比



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 31：安慕希上市以来零售额同比增长



资料来源：Euromonitor、浦银国际

我们认为，安慕希的成功，主要归功于安慕希在口味和包装上持续创新研发。上市以来，安慕希已推出了近 20 种口味以满足消费者不断变化的市场需求。2017 年，公司首创常温瓶装饮用型酸奶，延长 PET 瓶装常温酸奶产品保质期的同时，也为消费者带来了新鲜感。

图表 32：安慕希口味扩充过程

年份	安慕希发展进程
2013 年	公司推出常温高端酸奶品牌安慕希，该产品系列甄选优质牧场奶源，添加希腊雅典农业大学研制菌种，蛋白质含量超出普通风味酸奶 35%
2017 年	在原味、蓝莓、香草三种口味产品组合的基础上，公司进一步推出“黄桃+燕麦”颗粒型常温酸奶，引领常温酸奶市场新风向
2018 年	安慕希草莓燕麦、芒果百香果口味新鲜上市
2019 年	公司再度强势推出安慕希高端即饮系列产品，包含橙肉+凤梨口味酸奶、高端畅饮型猕猴桃青提混合果肉酸奶、高端颗粒型青稞酸奶系列 3 款新品，满足消费者对美味与营养的双重需求
2020 年	公司加快推新速度，2020 年 7 月起上新安慕希高考加油瓶、西瓜味、香菜味等近十款新品以及安慕希子品牌 AMX，并创新性地推出高端凝酪勺吃型酸奶、拓宽酸奶消费场景。

资料来源：浦银国际整理

图表 33：安慕希产品线



资料来源：伊利官网、浦银国际

另一方面，可观的市场营销投入以及伊利发达的渠道网络也使安慕希能够更快触达消费者，抢占市场份额。上市以来，安慕希赞助了许多综艺节目，也邀请了众多演艺圈名人为品牌代言。

图表 34：安慕希代言人



资料来源：安慕希官微、浦银国际

图表 35：安慕希赞助综艺节目



资料来源：浙江卫视、浦银国际

我们观察到，疫情使消费者的消费趋势产生了明显变化。因此，常温酸奶品类在疫情以后增速大幅放缓。我们预测，伊利的安慕希在 2021 年同比增长大概为 8%。

我们相信，常温酸奶整体销量在未来 2-3 年将面对挑战，但安慕希有望通过持续的产品创新升级维持销售额增长，同时保持其市场领先的地位。

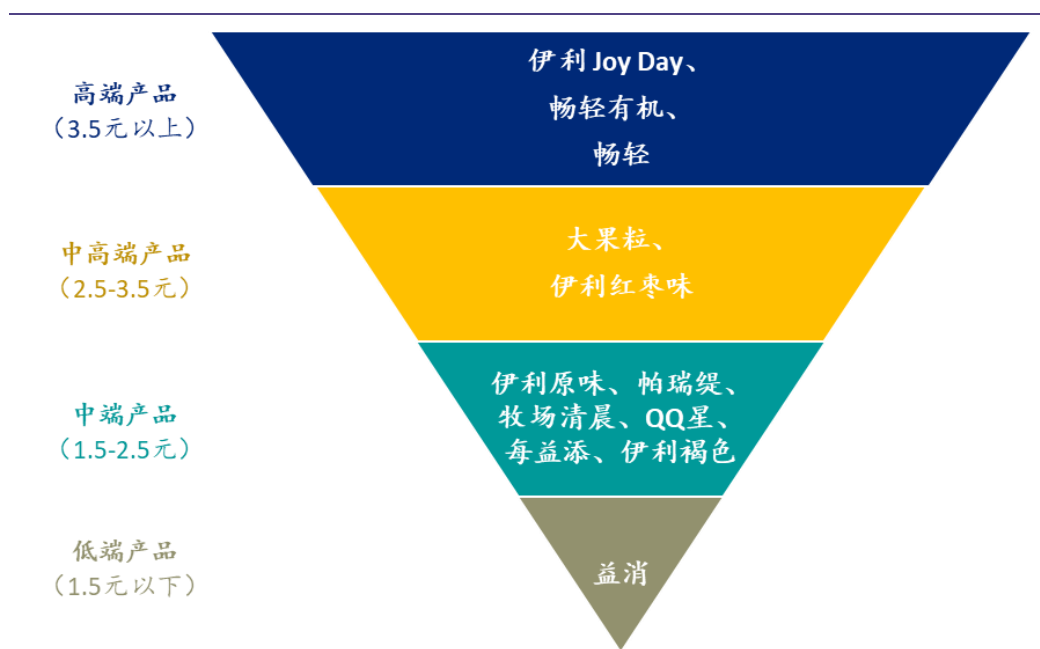
低温产品：聚焦创新，全价格带覆盖

伊利的低温产品可以分为两块：低温酸奶与低温鲜奶。低温酸奶业务发展已较为成熟，而低温鲜奶起步较晚，目前收入占比较低，但潜力巨大。

• 低温酸奶

低温酸奶方面，公司产品线较长，主要产品包括畅轻、每益添、Joy Day 等多款产品，基本覆盖全部价格细分市场。

图表 36：伊利各价格带低温酸奶产品

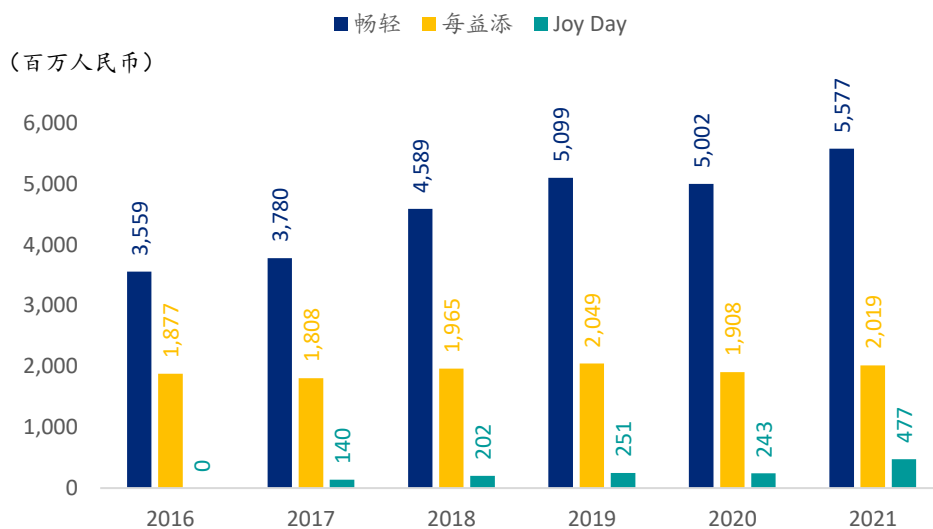


资料来源：京东、淘宝、浦银国际

- (1) 伊利主品牌酸奶主要覆盖低档与中档市场，价格虽较低，但销量大。随着中国乳制品消费升级的趋势，伊利主品牌酸奶的销售预计将保持稳定，未来增长空间不大。根据 Euromonitor，伊利低温酸奶于 2021 年在零售端实现销售额 141.7 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 6%。
- (2) 伊利旗下明星低温酸奶品牌畅轻主打中高端与高端市场，也是伊利旗下销售额最大的低温酸奶产品。2009 年上市以来，畅轻的口味与包装不断迭代，推陈出新。这也使畅轻在问世多年后依然能够保持较快速的增长。根据 Euromonitor，畅轻于 2021 年在零售端实现销售额 56 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 10%。
- (3) 伊利每益添是一款高端活性乳酸菌饮料。自 2015 年推出以来凭借“给肠道按下快进键”的广告词，迅速打开市场，并不断推出特色产品，满足消费者的不同需求。根据 Euromonitor，每益添 2021 年零售端销售额为 20.8 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 3%。

- (4) 高端低温酸奶 Joy Day 于 2016 年推出市场，以“巧克力+酸奶”的组合实现口味上差异化竞争，并迅速放量。根据 Euromonitor，Joy Day 于 2021 年在零售端实现销售额 4.7 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 36%。
- (5) 2017 年，公司推出“帕瑞缇”炭烧酸奶产品，以欧洲传统工艺定位高端市场。帕瑞缇目前体量较小，需要更多时间培育潜在消费者。

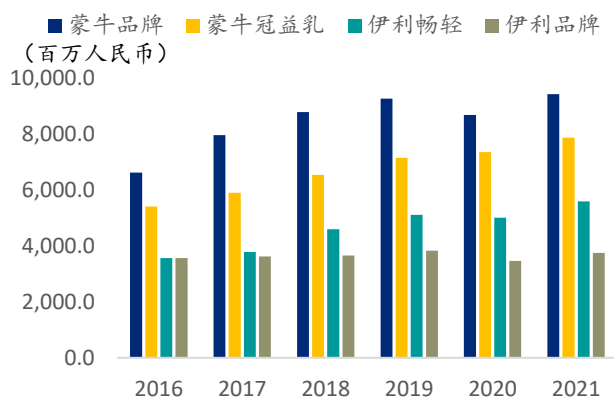
图表 37：伊利品牌低温酸奶 2016-2021 年零售端销售额



资料来源：Euromonitor、浦银国际

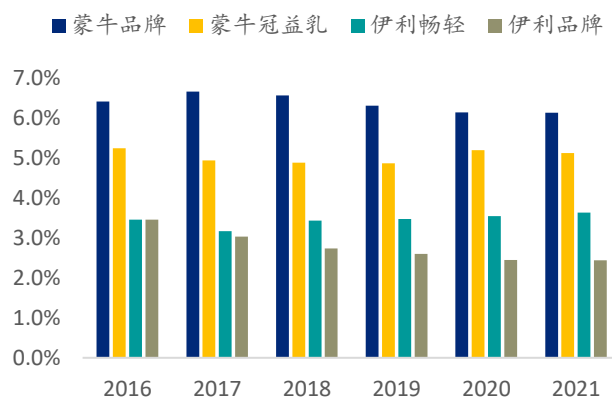
总体来说，伊利低温酸奶业务在品牌力、销售规模与市场份额等方面，都弱于蒙牛。然而，我们认为，低温酸奶是相对容易打造爆款的品类。我们相信，伊利有能力通过持续研发投入，将更多有创意的产品推向市场，在低温酸奶品类抢占更多市场份额。

图表 38：中国市场主要低温酸奶产品零售端销售额



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 39：伊利与蒙牛低温酸奶品牌占各自低温酸奶销售额占比



资料来源：Euromonitor、浦银国际

• 低温鲜奶

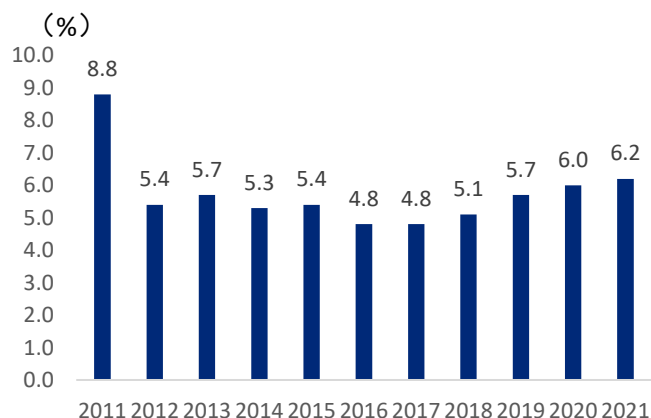
在低温鲜奶方面，公司于 2019 年接连发布三款低温巴氏鲜奶产品“金典鲜牛奶”（780ml 塑装）、“牧场清晨鲜牛奶”（950ml 盒装）、“伊利鲜牛奶”（950ml 盒装），目前主要在一、二线城市与沿海城市推广销售。

尽管伊利低温鲜奶业务目前才起步不久，但凭借伊利自身品牌力、对上游奶源的掌控、完善的冷链系统以及发达的分销渠道，我们相信伊利低温鲜奶业务潜力巨大，未来可期。

奶粉：产品升级+外延收购，持续扩张版图

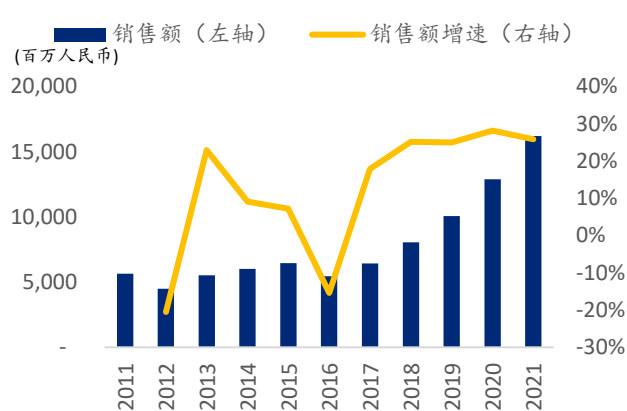
伊利旗下金领冠奶粉曾是中国国产奶粉领军品牌，但受国内奶粉行业三聚氰胺和汞含量超标事件影响，消费者对国产奶粉的信任度下降，导致中国奶粉市场被国外企业抢占。随着近年来政府出台一系列对乳制品和奶粉严格的监管政策，令国民对国产奶粉的信心增强，国产奶粉重回奶粉市场玩家前段。在此期间，伊利的销量也增长迅速，2016-2021 年复合增长 10.1%至 15 亿元，中国奶粉市场占有率在 2021 年重回第七名。

图表 40：伊利在中国奶粉市场占有率，2011-2021



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 41：伊利奶粉销售额增长



资料来源：Euromonitor、浦银国际

我们认为，伊利目前奶粉业务领先优势建立在其对奶粉研发的提前投入。自 2003 年起，旗下的金领冠奶粉建立中国第一个母乳研究所，钻研母乳营养成分，将发现的“ α -乳清蛋白和 β -酪蛋白组合”等 5 项专利进行注册，投入至奶粉制造中，以科学研究成果背书，提升消费者对产品的信赖。

伊利奶粉业务发展的主要动力来自于产品创新升级，以及各个价格带、功能、消费人群的全覆盖。主打品牌金领冠涵盖了各价格段和各成长阶段婴幼儿的奶粉需求，欣活成人奶粉则满足了成年人需求。跟随消费升级浪潮，在 2019-2020 两年，伊利陆续推出了塞纳牧有机、悠滋小羊羊奶粉、金贝智营养补充剂、QQ 星儿童成长奶粉等产品。

图表 42：伊利奶粉价格带

高端 (300-500元/900克)	塞纳牧有机	小羊系列	珍护	
				
中档 (200-300元/900克)	睿护	菁护	欣活	
				
低档 (200元以下/900克)	金领冠系列	QQ星	伊利赋能	妈妈粉
				

资料来源：京东、浦银国际

但伊利未止步于目前奶粉市场中的地位，2022 年 1 月，伊利完成了对中国目前市场占有率第六的澳优的收购案，已持有澳优 52.7% 的股份，成为单一最大股东。合并澳优的市场份额后，伊利顺利成为中国第二大奶粉企业。

澳优的加入，对伊利来说可谓如虎添翼。澳优掌握着大部分的荷兰羊奶资源，旗下的羊奶粉佳贝艾特，也是婴幼儿羊奶粉市场的标杆产品，更加完善了伊利在高端及超高端（高于 500 元/900g）奶粉和羊奶粉的产品布局。

图表 43：澳优产品线



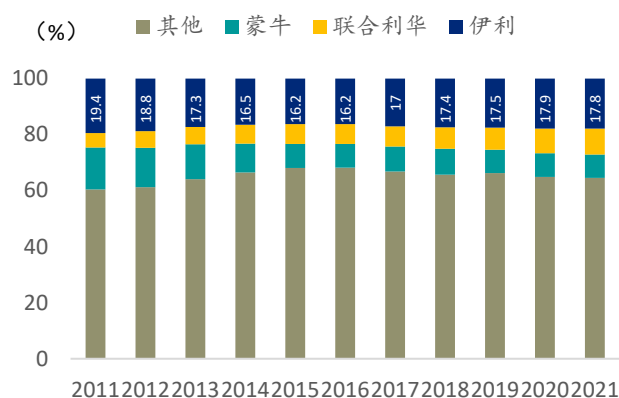
资料来源：澳优官网、浦银国际

我们相信，伊利凭借自身的产品研发升级能力，以及澳优弥补的高端、超高端奶粉产品线，将持续推动其奶粉业务的发展。也是在液态奶业务增速放缓的当下，前景较为明朗，增速有较强预期的业务线。

冷饮：走出国门拓展新市场

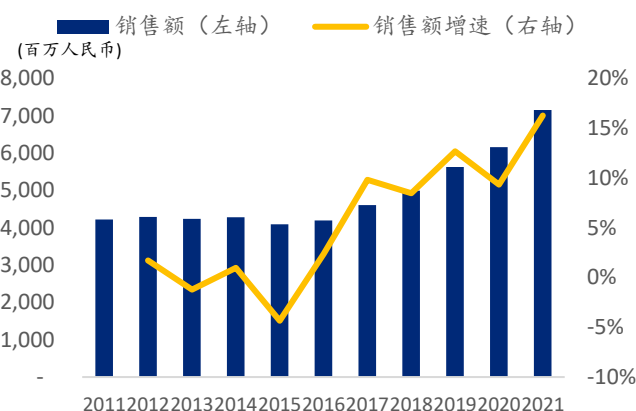
伊利冷饮产品在过去 27 年稳居行业第一,是冷饮行业无可争议的龙头,2021 年超第二名联合利华 8.5 个百分点。2021 年冷饮销售额达 71.6 亿元,十年复合增长率为 5.4%。

图表 44：中国冷饮市场占有率，2011-2021



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 45：伊利冷饮业务销售额增长



资料来源：公司数据、浦银国际

伊利从开始发展冷饮业务至今,已上市超 1,000 种产品,庞大的产品线主要覆盖了低端至中高端市场,旗下巧乐兹、冰工厂、伊利火炬畅销多年。继 2015 年用甄稀冰激凌打入高端冷饮市场后,伊利面对新兴电商和 O2O 渠道推出须尽欢冰淇淋,利用国潮元素打造网红爆款。

图表 46：伊利甄稀冰激凌



资料来源：京东、浦银国际

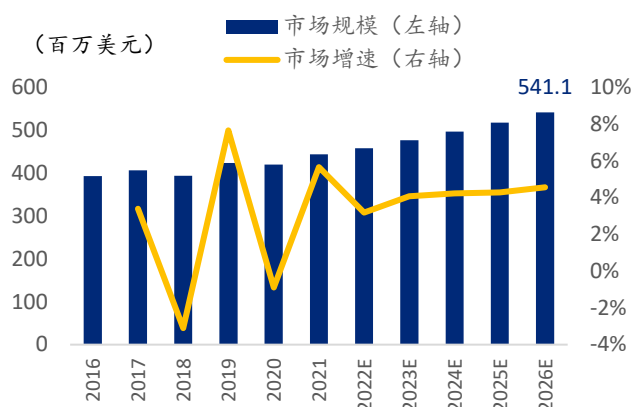
图表 47：伊利须尽欢



资料来源：京东、浦银国际

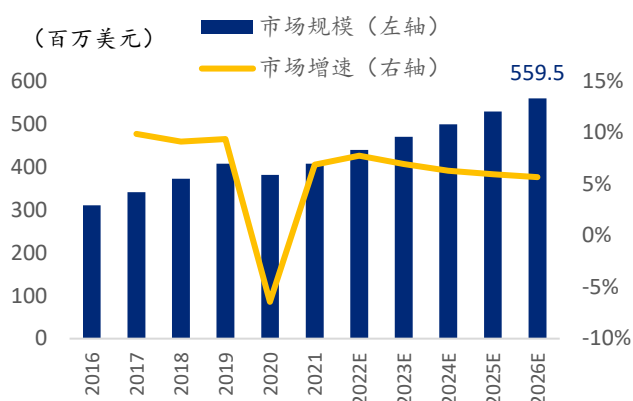
伊利不仅仅关注国内的冷饮市场,更是将视野瞄准冷饮市场巨大的东南亚地区。伊利分别于 2015 年在印尼和 2018 年在泰国通过自建和收购的形式建立子公司。根据 Euromonitor 数据,2021 年印尼和泰国冷饮市场规模分别为 4.4 和 4.1 亿美元,并均将在 2026 年分别达 5.4 和 5.6 亿美元。

图表 48：印尼冷饮市场增速，2016-2026E



E=Euromonitor 预测。资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 49：泰国冷饮市场增速，2016-2026E



E=Euromonitor 预测。资料来源：Euromonitor、浦银国际

经过在东南亚的多年市场调研，伊利在 2018 年面向东南亚市场推出 Joy Day 冰淇淋品牌。截至 2021 年末，已推出 20 余种产品，在印尼市占率达 7.5%，一跃成为印尼市场第七大冷饮品牌。

我们相信，短期内，伊利在国内的冷饮行业龙头地位难以撼动。同时，公司也有能力将成熟的冷饮研发、销售和运输能力复制到东南亚市场，产生较强的协同效应，有力带动伊利东南亚冷饮业务的发展。

奶酪：积极布局，紧抓行业新趋势

伊利在 2018 年建立奶酪事业部，加强高端产品线布局，满足消费者健康和多元化饮食需求。目前，中国奶酪市场仍由外资企业占据，仅有蒙牛（含妙可蓝多）一家国产品牌位于市场前五名。

伊利旗下奶酪产品主打奶酪零食，以市场规模快速增长的儿童奶酪棒为切入口，打开零售奶酪市场，陆续推出草莓、香草、黄桃燕麦等新口味。2020 年，伊利也面向成年人消费者推出妙芝口袋芝士，以健康零食和多种口味选择拓展消费群体。

图表 50: 伊利儿童奶酪棒



资料来源: 京东、浦银国际

图表 51: 伊利妙芝咔芝脆



资料来源: 京东、浦银国际

除创新零售端产品外，伊利还通过收购以增加在餐饮端奶酪市场影响力。2019 年，伊利完成对新西兰第二大乳制品企业 Westland 的收购。Westland 旗下多款餐饮类奶酪产品以及餐饮客户资源为伊利奶酪业务进一步赋能。

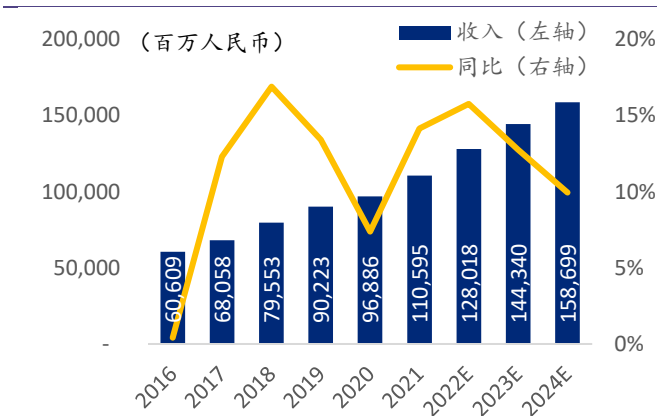
中国奶酪市场以及伊利奶酪业务尚在起步阶段，我们认为随着伊利在餐饮端奶酪市场与 Westland 的协同效应加强，零售端产品线进一步完善，未来业务发展值得期待。

盈利预测

(1) 收入

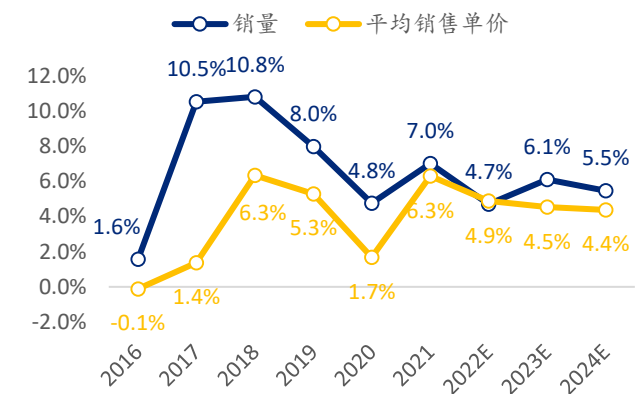
我们预测，在销量与平均销售单价的双重驱动下，伊利未来三年将大致维持双位数的收入同比增长。

图表 52：收入与同比增速，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

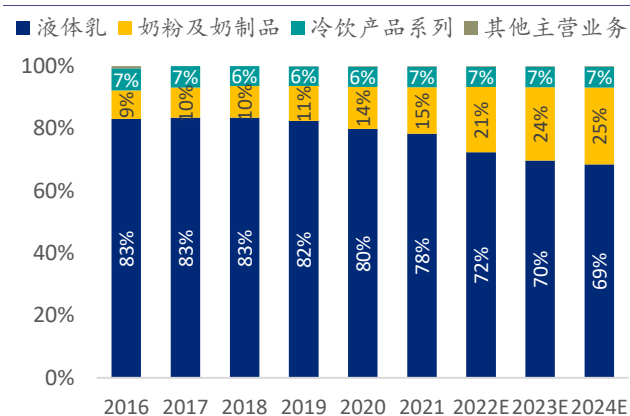
图表 53：销量与平均销售单价（不含澳优）同比变化，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

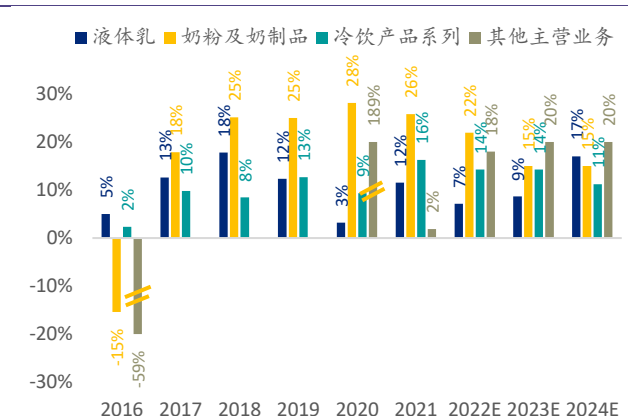
我们预计，在收购澳优以后，伊利奶粉业务的收入占比将在 2022 年得到大幅提升。受乳饮料整体销量拖累，液体乳的占比将持续减小，但白奶对液体乳的收入贡献近几年预计仍将持续提升。

图表 54：收入按品类分布（包括澳优），2016-2024E



E=浦银国际；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 55：各品类收入同比增长（不包括澳优），2016-2024E



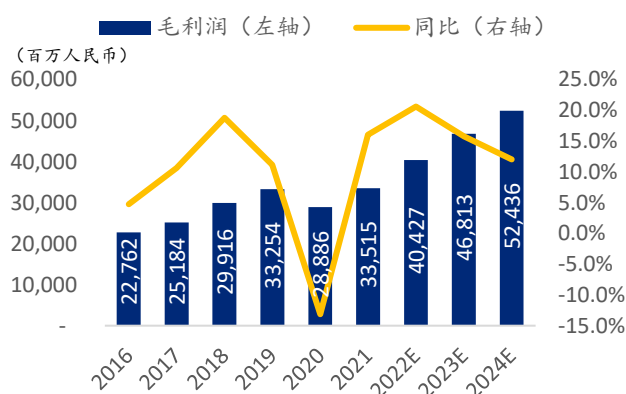
E=浦银国际；资料来源：公司数据、浦银国际

(2) 利润率

2016-2020 年期间，伊利的毛利率未有明显提升，主要是由于原奶价格在 2018 年下半年进入上升周期，给公司的生产成本带来较大压力。

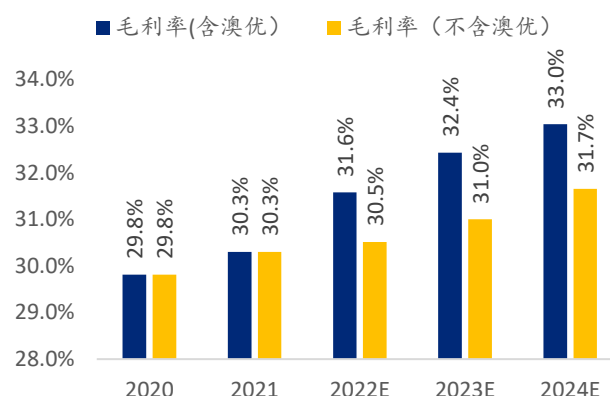
随着原奶价格逐渐趋于稳定且竞争格局趋于缓和，我们预测，未来几年伊利内生业务的毛利率将逐步扩张。另外，2022 年二季度开始对澳优的并表将一次性大幅提升伊利的毛利率水平。

图表 56：伊利毛利与同比增速，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

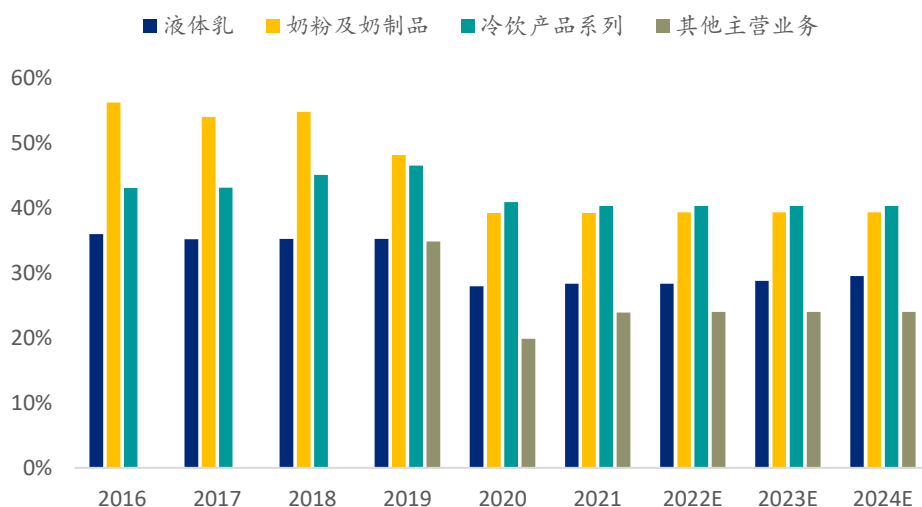
图表 57：伊利毛利率，2020-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

我们预计，未来伊利液体乳的毛利率将随着产品结构的优化与升级而持续提升，而奶粉（不包括澳优）与冷饮的毛利率未来将维持稳定。

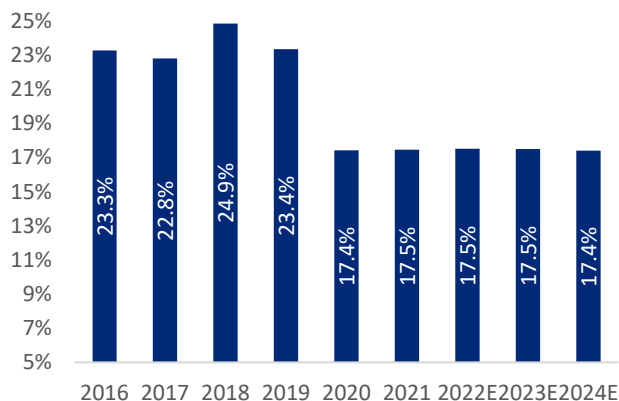
图表 58：伊利各品类毛利率（不包括澳优）



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

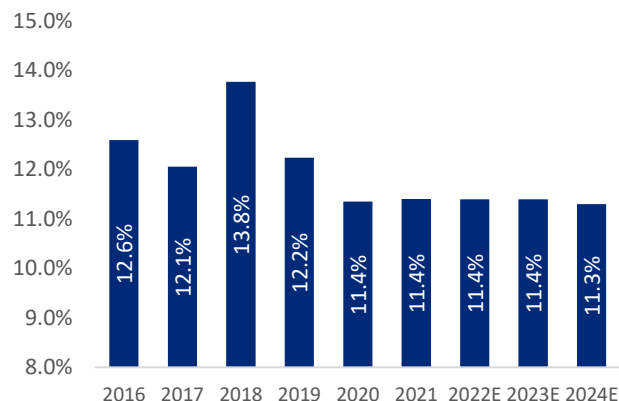
我们预测，2022 年伊利的销售费用率将由于对澳优的并表而有所上升，但之后几年将基本维持稳定。

图表 59: 伊利销售费用率(不含澳优), 2016-2024E



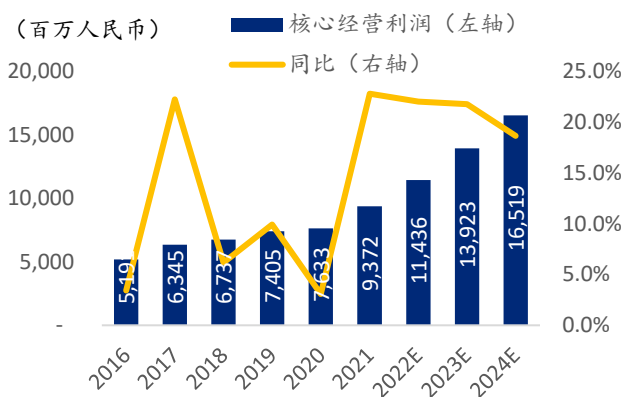
注: E=浦银国际预测; 受会计准则调整影响, 2020 年起运输费用及固定资产费用由销售费用和管理费用中调整至营业成本
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 60: 伊利广告宣传推广费占收入比例(不含澳优), 2016-2024E



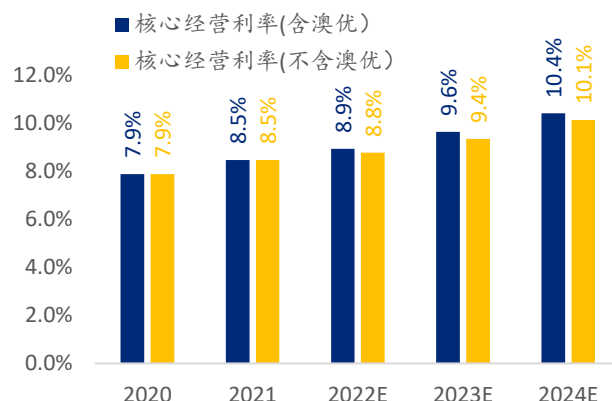
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 61: 伊利核心经营利润与同比增速, 2016-2024E



E=浦银国际; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 62: 伊利核心经营利润率, 2020-2024E



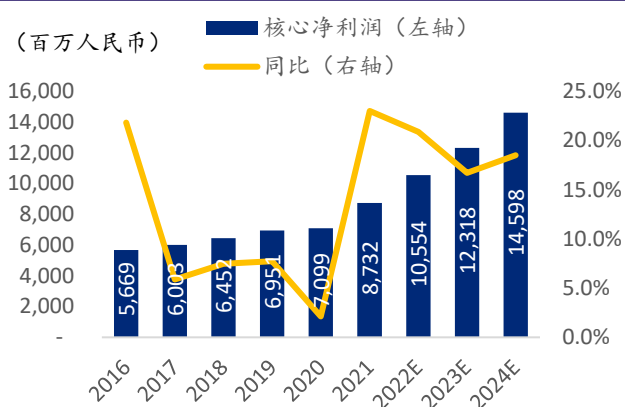
E=浦银国际; 资料来源: 公司数据、浦银国际

(3) 净利润

在收入提升与利润率扩张的双重带动下，公司净利润将维持较高速的同比增长，净利率也将持续扩张。

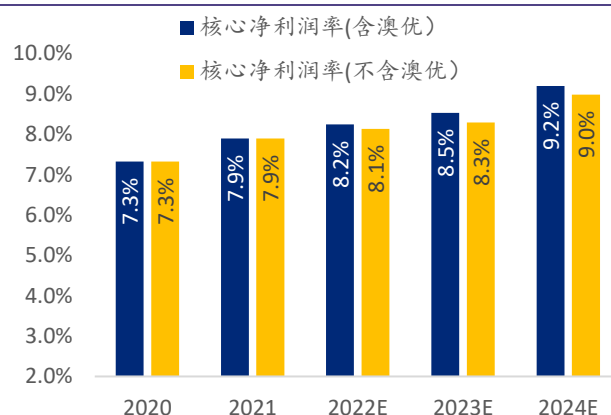
净利率扩张与资产周转率优化，也将抵消未来财务杠杆降低的影响，使公司未来三年的资产收益率维持在 20% 以上的水平。

图表 63：伊利核心净利润与同比增速，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 64：伊利核心净利率，2020-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 65：杜邦净资产收益率（ROE）分析

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	37.6%	36.9%	29.8%	30.3%	31.6%	32.4%	33.0%
销售、管理费用率	29.1%	28.7%	21.9%	21.8%	22.6%	22.8%	22.6%
EBIT 利润率	8.5%	8.2%	7.9%	8.5%	8.9%	9.6%	10.4%
税前利润/EBIT	112%	111%	107%	108%	107%	103%	103%
净利润/税前利润	85.1%	84.8%	87.1%	86.4%	86.2%	86.2%	86.2%
净利润率	8.1%	7.7%	7.3%	7.9%	8.2%	8.5%	9.2%
资产周转率	1.64	1.67	1.47	1.28	1.28	1.42	1.46
财务杠杆	1.82	1.99	2.32	2.18	2.17	2.23	2.17
ROE	24%	26%	25%	22%	23%	27%	29%

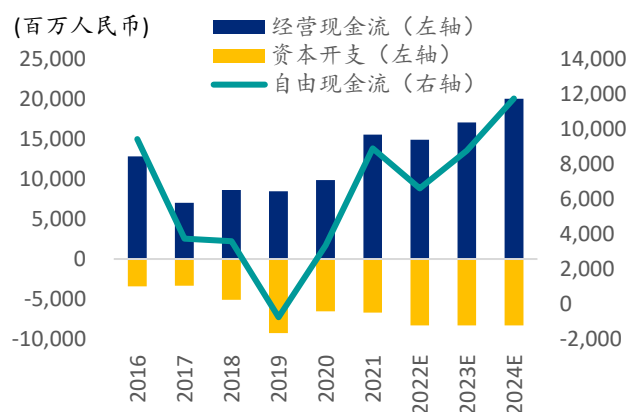
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

(4) 资产负债表与现金流

我们预测，由于 2022 年伊利将澳优并表，但澳优周转率弱于伊利，2022 年伊利的经营现金流与自由现金流将同比有所回落，但 2023-24 年将维持增长。

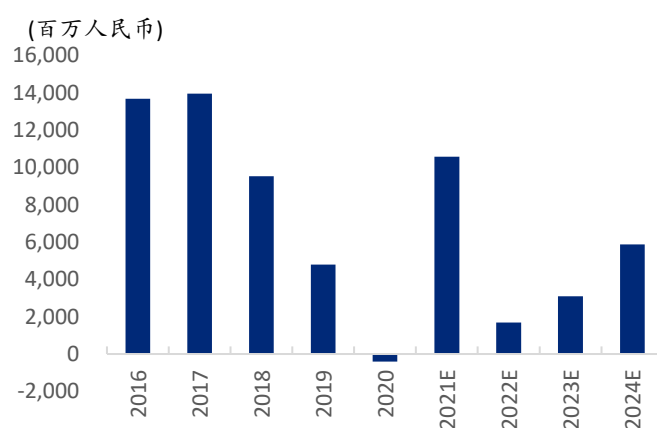
其净现金水平在 2022 年因收购澳优将大幅下降，而 2023-24 年将回到同比扩张的态势。

图表 66: 伊利经营现金流、资本开支及自由现金流



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 67: 伊利的净现金



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

综合考虑伊利强大的品牌力、渠道力和各项品类的绝对统治地位，我们采用 26x 2023E P/E 作为伊利的估值（相比大型国际食品饮料企业平均估值 20% 的溢价），得到目标价 47.9 元人民币，潜在升幅 30.3%。我们首次覆盖伊利股份（600877.CH），给予“买入”评级。中国乳制品行业中，伊利也是我们的首选。

风险提示

伊利股份股价可能面对的下行风险包括：

- （1）原奶及大包粉价格上涨超预期；
- （2）各细分产品线竞争加剧；
- （3）疫情反复令供应链受阻。

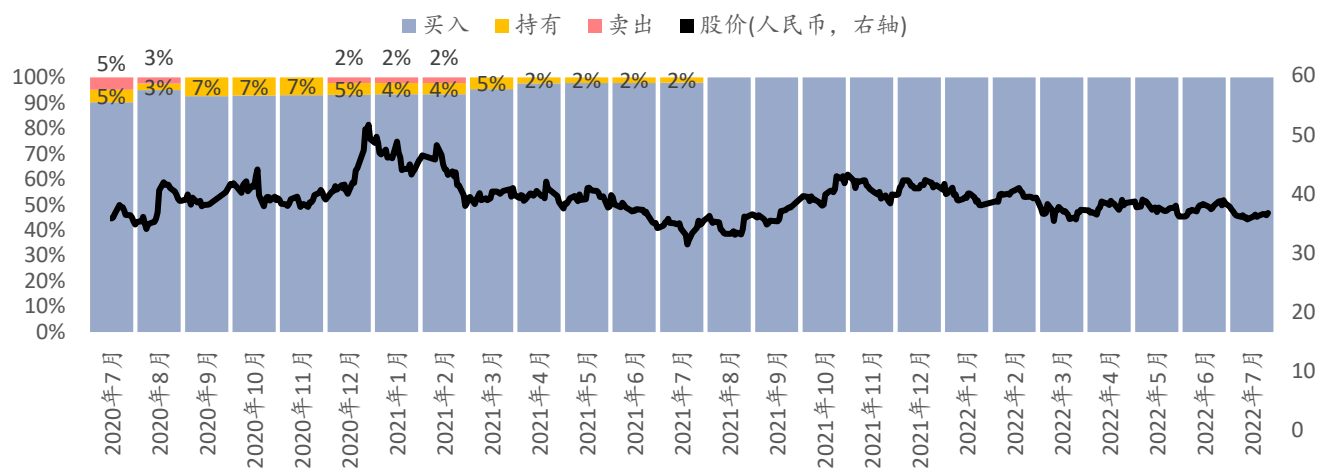
图表 68: SPDBI 目标价: 伊利股份



资料来源: Bloomberg、浦银国际

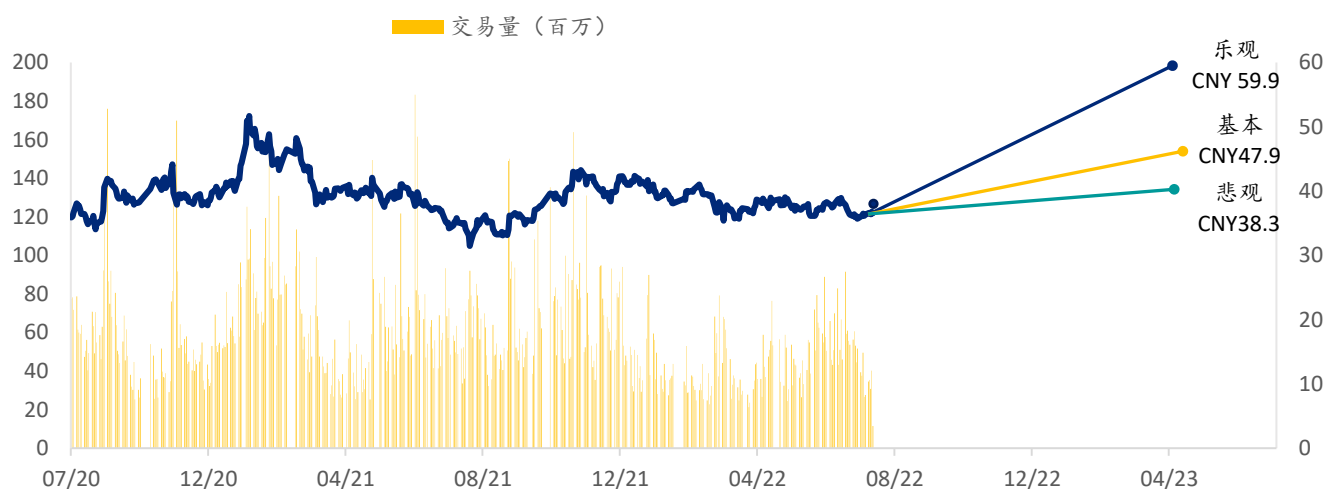
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 69：伊利股份市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 70：伊利股份 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：59.9 港元

概率：25%

- 产品销售单价提升超 6%；
- 23 年液态奶销量增长超 10%；
- 23 年广告费用率下降 30bps。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：38.3 港元

概率：20%

- 产品销售单价同比持平；
- 23 年液态奶销量增长不及 3%；
- 23 年广告费用率提升 30bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

伊利集团成立于 1993 年，并于 1996 年在上海证券交易所上市（股票代码：600887.CH）。其前身是 1956 年成立的呼和浩特回民区养牛合作小组。伊利集团稳居全球乳业第一阵营，蝉联亚洲乳业第一，也是中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业。在发展过程中，伊利始终坚持“国际化”和“创新”两个轮子，固守“质量”和“责任”两个根本，以高品质、高科技含量、高附加值的多元化产品，赢得了消费者的高度信赖。

主营产品包括液态奶、奶粉、酸奶、冷饮、乳酪和包装水多个品类：

- **液态奶**：包含常温奶、低温奶、常温酸奶及乳饮料等子品类
 - 常温奶：伊利纯牛奶、金典有机奶、QQ 星；
 - 低温奶：伊利、畅轻、大果粒、每益添、帕瑞缇；
 - 常温酸奶：安慕希
 - 乳饮料：优酸乳、谷粒多、可味滋；
- **奶粉**：金领冠、QQ 星；
- **酸奶**：畅轻、每益添、伊利大果粒；
- **冷饮**：妙趣、巧乐兹、冰工厂；
- **乳酪**：儿童乳酪棒。

伊利致力于生产 100%安全、100%健康的乳制品，将质量管理工作战略升级为“质量领先 3210 战略”，聚焦“全球最优品质”，持续升级全球质量管理体系，将严苛的质量管控标准贯穿于全球产业链，保证零食品安全事件。

国际化是伊利集团的重要战略。目前，伊利在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲等乳业发达地区构建了一张覆盖全球资源体系、全球创新体系、全球市场体系的骨干大网。此外，在荷兰成立海外研发中心——欧洲研发中心；在大洋洲，投入 30 亿元在新西兰建设一体化乳业基地；在美洲，主导实施全球农业食品领域高端智慧集群——中美食品智慧谷。

财务上，公司 2021 年收入 1,106 亿元人民币，其中液态奶业务贡献 78% 的收入，奶粉贡献 15%，冷饮贡献 7%。2021 年公司归母净利润 87.6 亿元，归母净利率 7.9%。

● 前十大股东

图表 71: 伊利股份主要股东

	主要股东	占比(%)
1	香港中央结算有限公司	15.01
2	呼和浩特投资有限责任公司	8.41
3	潘刚	4.48
4	中国证券金融股份有限公司	2.85
5	中国银行股份有限公司-易方达蓝筹精选混合型证券投资基金	1.81
6	赵成霞	1.44
7	刘春海	1.43
8	交通银行股份有限公司-易方达上证 50 指数增强型证券投资基金	0.92
9	阿布达比投资局	0.71
10	胡利平	0.66

*截至 2022 年 3 月 1 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 72: 伊利股份发展里程碑

时间	里程碑
1956	呼和浩特回民区成立养牛合作小组，是伊利股份的前身。1958 年改名为“呼市回民区合作奶牛场”，拥有 1160 头奶牛，日产牛奶 700 公斤，职工人数 117 名。
1970	奶牛场改名为“呼市国营红旗奶牛场”
1983	奶牛总场“一分为二”，养牛部成立“呼市回民奶牛场”，加工部成立“呼市回民奶食品加工厂”。
1993	呼市回民奶食品加工厂改制。改制由 21 家发起人发起，吸收其他法人和内部职工入股，以定向募集方式设立伊利集团，并更名为“内蒙古伊利实业股份有限公司”
1993	成立伊利冷饮事业部。事业部成立后，公司以产品类别划分进行管理，开启品牌化运营模式，为冷饮持续 19 年领跑行业发展奠定了坚实基础。
1996	伊利股份在上交所挂牌上市，成为全国乳品行业首家 A 股上市公司
1997	第一条利乐液态奶生产线投产，同年推出伊利纯牛奶、麦芽奶、巧克力奶、草莓奶、酸牛奶，极大地延长了液态奶的保质期。
1998	推出伊利优酸乳，缔造了一种全新的品类，并由此开创了我国乳饮料市场的新格局。
1999	成立中国乳业第一个液态奶事业部。
2000	成立奶粉事业部。
2005	成立酸奶事业部。
2005	伊利集团主营业务收入突破 100 亿元大关，成为首家突破百亿元的企业，也成为第一家真正有能力同时覆盖全国市场的乳品企业；牵手北京奥运会，成为国内唯一一家符合奥运标准、为奥运会提供乳制品的企业。
2013	内蒙古乳业技术研究院在伊利集团揭牌成立。该研究院是亚洲最大的乳业技术研究院。
2014	伊利进入全球乳业10强，成为唯一一家进入全球乳业10强的亚洲乳品企业。
2014	董事长潘刚提出伊利要进入全球乳业五强，实现从百亿级企业向千亿级企业的跨越，并将企业愿景升级为做“全球最值得信赖的健康食品提供者”。
2016	在荷兰合作银行发布的2016年度“全球乳业20强”中，伊利的排名跃升至全球乳业8强。
2019	伊利股份全资子公司金港控股以每股3.41新西兰元，斥资2.44亿新西兰元收购新西兰第二大乳业合作社Westland Co-operative Dairy Company Limited（简称“Westland”）100%股权。

资料来源：公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 73：伊利股份公司管理层

姓名	职位	履历
潘刚	董事长兼总裁	公司董事长兼总裁。
赵成霞	董事、副总裁、财务负责人	历任公司董事、副总裁
王晓刚	董事、工会委员会主席、信息科技中心总经理	历任公司监事会主席、董事、信息工程部总经理
赵英	董事、生活服务公司总经理	历任公司冷饮事业部行政部行政总监
王爱清	董事、工会委员会副主席、党群综合部党群副总监	历任公司液态奶事业部物流管理部人事行政经理、总裁办公室督办副总监
张俊平	董事、内蒙古金融投资集团有限公司党委书记、董事长	历任呼和浩特经济技术开发区党工委委员、管委会副主任
吕刚	董事、大连连程企业管理发展有限公司总经理	历任公司独立董事、大连海特生态农业有限公司总裁、大连瑞昌融资租赁有限公司总经理。
刘春海	董事、副总裁	历任公司董事、副总裁
白利	监事、奶粉事业部行政部总监	历任公司酸奶事业部行政部副总监
王彩云	公司监事、乳业技术研究院资深产品研发经理	历任公司监事、创新中心研发经理、乳业技术研究院高级工艺技术研发经理、乳业技术研究院资深工艺技术研发经理。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 74: 伊利股份利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	96,886	110,595	128,018	144,340	158,699
同比	7.4%	14.2%	15.8%	12.8%	9.9%
营业成本	-67,453	-76,417	-86,862	-96,720	-105,374
税金及附加	-547	-664	-729	-808	-889
毛利润	28,886	33,515	40,427	46,813	52,436
毛利率	29.8%	30.3%	31.6%	32.4%	33.0%
销售费用	-16,884	-19,315	-23,240	-26,388	-28,849
管理费用	-3,883	-4,227	-5,143	-5,829	-6,327
其他经营收入及收益	-487	-601	-607	-673	-741
经营利润	7,633	9,372	11,436	13,923	16,519
经营利润率	7.9%	8.5%	8.9%	9.6%	10.4%
财务费用	-188	29	-81	-392	-343
其他收益	676	809	800	800	800
投资净收益	600	461	630	500	500
减值损失/收益	-162	-442	-400	-400	-400
营业利润	8,558	10,230	12,386	14,431	17,077
营业外收入	49	58	58	58	58
营业外支出	-457	-176	-200	-200	-200
利润总额	8,150	10,112	12,244	14,290	16,935
所得税	-1,051	-1,380	-1,690	-1,972	-2,337
所得税率	-12.9%	-13.6%	-13.8%	-13.8%	-13.8%
净利润	7,099	8,732	10,554	12,318	14,598
减: 少数股东损益	21	27	317	523	591
归母净利润	7,078	8,705	10,237	11,795	14,007
归母净利率	7.3%	7.9%	8.0%	8.2%	8.8%
同比	2.1%	23.0%	17.6%	15.2%	18.8%

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 75：伊利资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,695	31,742	22,856	24,252	27,031
现金及等价物	11,434	31,080	22,194	23,591	26,369
其他	262	662	662	662	662
应收票据及应收账款	1,759	2,107	2,562	2,889	3,176
预付款项	1,290	1,520	1,759	1,983	2,181
其他应收款	115	126	126	126	126
存货	7,545	8,917	12,702	14,144	15,409
其他流动资产	5,976	5,742	5,742	5,742	5,742
流动资产合计	28,381	50,155	45,747	49,137	53,665
长期股权投资	2,903	4,210	4,210	4,210	4,210
固定资产	23,343	29,379	32,855	35,662	37,802
在建工程	5,425	3,736	3,736	3,736	3,736
无形资产	1,536	1,609	1,895	2,041	2,170
商誉	362	306	306	306	306
递延所得税资产	1,294	1,184	1,184	1,184	1,184
其他非流动资产	7,911	11,384	8,889	8,889	8,889
非流动资产合计	42,774	51,807	53,074	56,028	58,297
短期借款	6,957	12,596	12,596	12,596	12,596
应付票据及应付账款	11,636	14,062	15,989	17,804	19,397
合同负债	6,056	7,891	7,891	7,891	7,891
应付职工薪酬	2,713	3,168	3,667	4,135	4,546
应交税费	632	403	403	403	403
其他应付款	3,137	3,515	3,515	3,515	3,515
其他流动负债	3,638	1,661	1,661	1,661	1,661
流动负债合计	34,768	43,296	45,723	48,005	50,010
长期借款	1,375	5,380	5,380	5,380	5,380
应付债券	3,762	3,188	3,188	3,188	3,188
其他非流动负债	716	1,307	891	891	891
非流动负债合计	5,853	9,875	9,459	9,459	9,459
股本	7,500	20,669	20,669	20,669	20,669
储备	22,884	27,040	19,111	22,649	26,851
少数股东权益	149	1,083	3,860	4,383	4,974
所有者权益合计	30,533	48,791	43,639	47,701	52,494

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 76：伊利现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7,099	8,732	10,554	12,318	14,598
固定资产折旧	2,223	3,033	4,124	4,792	5,460
无形资产摊销	83	118	136	153	171
财务费用	668	826	-81	-392	-343
存货的减少	195	-838	-1,325	-1,441	-1,266
经营性应收项目的减少	-3,302	-891	-694	-551	-485
经营性应付项目的增加	2,657	3,909	2,427	2,282	2,004
其他	229	639	-230	-100	-100
经营活动产生的现金流量净额	9,852	15,528	14,912	17,061	20,040
资本开支	-6,522	-6,683	-8,300	-8,300	-8,300
投资支付的现金	-3,961	-979	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	-518	-11,000	0	0
其他	1,440	383	630	500	500
投资活动产生的现金流量净额	-9,043	-7,797	-18,670	-7,800	-7,800
吸收投资收到的现金	248	12,255	1,957	0	0
取得借款收到的现金	74,557	126,938	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	0	636	0	0	0
偿还债务支付的现金	-69,436	-121,958	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-5,310	-5,693	-7,085	-7,865	-9,462
其他	-106	-234	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-47	11,945	-5,128	-7,865	-9,462
现金及现金等价物净增加额	367	19,647	-8,887	1,397	2,778
期初现金及现金等价物余额	11,067	11,434	31,080	22,194	23,591
期末现金及现金等价物余额	11,434	31,080	22,194	23,591	26,369

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 77：浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	66.4	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	88.6	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	6.5	买入	8.5	2022 年 6 月 30 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.8	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	56.2	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	126.1	买入	150.0	2022 年 4 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.7	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	80.0	买入	74.6	2022 年 4 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.5	持有	91.2	2022 年 4 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	36.8	买入	47.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	36.5	买入	47.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	12.4	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.0	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	6.4	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	39.6	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	3.0	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品

截至 2022 年 7 月 28 日收盘价 资料来源：Bloomberg，浦银国际整理

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文頌

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

