

## 伊利股份 (600887.SH)

## 产业链聚势致远，中期战略目标坚定

今年疫情下公司常温基本盘扎实，份额逆势提升，期待后续双节刺激下追赶全年目标，奶粉、奶酪等业务未受疫情影响，表现依然亮眼，冷饮继续巩固优势。上下游产业链联动，综合能力突出，伊利从上游奶源品类和奶源数量，到下游五大业务，都极具竞争力，坚定中长期战略目标和净利率提升目标，有望提前实现全球乳业第一的战略目标。考虑澳优 22H1 业绩低于此前预期，我们调整 22-23 年 EPS 预测为 1.61、1.88（包含澳优并表），当前股价对应 22 年估值 22 倍，给予目标价 48 元，对应 22 年 30X，维持“强烈推荐”评级。

- 7月28日，伊利举办主题为“创享价值、聚势致远”的2022年投资者日活动，董事长携高管团队出席活动，我们现场参加调研，反馈如下：
- 产业链联动，综合能力突出，有望提前实现战略目标。**伊利全面赋能产业链合作伙伴，参股优然牧业，在上游具有竞争对手无法相比的奶源品类和奶源数量，拥有强大的全产业链优势。同时公司综合能力突出，具体表现在消费者洞察、产品研发、品牌打造等方面。公司中长期目标是2025年实现乳业前三，2030年实现乳业第一。实现路径上，公司2025年之前重点依靠主业发展，增长空间仍然很大，同时提前布局新业务，储备新产品；2025年之后重点依靠拓展新业务和国际化。目前发展顺利，2025-2026年有望提前实现全球乳业第一的战略目标。
- 常温基本盘扎实，双节加速追赶目标。**上半年虽然有疫情影响，但调研反馈，伊利依托全产业链优势和综合能力，生产、物流等响应更快，积极推出满足新需求的产品、开展团购等新渠道，销售波动更小，份额逆势提升，逆境之下见证领跑者真本事。同时今年消费分级现象更明显，基础白奶增速更快，伊利也受益于更丰富的产品结构。5/6月份以来随着疫情有效管控，动销逐渐改善，后续关注双节刺激下，公司加速追赶全年任务目标。
- 奶粉奶酪表现亮眼，冷饮优势继续巩固。**伊利坚持20年母乳研究，根据尼尔森数据，上半年婴儿奶粉全渠道增速20%+，其中母婴渠道增速30%+，国产品牌中增速第一。儿童/成人/有机奶粉等品类增速快，伊利基于不同消费者多元化的需求，打造出多种功能奶粉，弥补市场空白，成人奶粉份额/增速/品牌力均为行业第一。奶酪业务快速发展，上半年伊利市占率跃居行业第二，覆盖50万网点，全年网店数有望突破百万。冷饮方面，伊利继续巩固原有优势，市占率为第二名2倍以上，前五品牌中占据3席。
- 竞争保持理性，利润率提升目标不变。**上半年奶价呈现下行趋势，7月份后随着需求恢复，预计全年奶价平稳。当前行业竞争越来越理性，伊利围绕产品结构升级优化，数字化运营效率提升，营销费用使用效率提升，多维度提升净利率，保持2025年净利率达到9%-10%的目标不变。
- 投资建议：产业链聚势致远，中期战略目标坚定，维持“强烈推荐”评级。**今年疫情下公司常温基本盘扎实，份额逆势提升，期待后续双节刺激下追赶全年目标，奶粉、奶酪等业务未受疫情影响，表现依然亮眼，冷饮继续巩固优势。上下游产业链联动，综合能力突出，伊利从上游奶源品类和奶源数量，到下游五大业务，都极具竞争力，坚定中长期战略目标和净利率提升目标，有望提前实现全球乳业第一的战略目标。考虑

## 强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料  
目标估值：48.00 元  
当前股价：35.58 元

## 基础数据

总股本（万股）	639935
已上市流通股（万股）	627824
总市值（亿元）	2277
流通市值（亿元）	2234
每股净资产（MRQ）	8.0
ROE（TTM）	18.4
资产负债率	54.7%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	14.92%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-4	3
相对表现	1	6	20



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《伊利股份（600887）—21 年顺利收官，利润率持续提升》2022-04-28
- 《伊利股份（600887）—奶粉增长靓丽，盈利提升超预期》2021-10-29
- 《伊利股份（600887）—盈利表现超预期，全年利润可期》2021-08-31

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

田地 研究助理

tianidi@cmschina.com.cn

澳优 22H1 业绩低于此前预期，我们调整 22-23 年 EPS 预测为 1.61、1.88（包含澳优并表），当前股价对应 22 年估值 22 倍，给予目标价 48 元，对应 22 年 30X

□ 风险提示：疫情反复影响，行业竞争阶段性加剧。

### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	96886	110595	128746	142953	155731
同比增长	7.4%	14.2%	16.4%	11.0%	8.9%
营业利润(百万元)	8558	10230	12309	14594	16477
同比增长	3.4%	19.5%	20.3%	18.6%	12.9%
归母净利润(百万元)	7078	8705	10288	12039	13629
同比增长	2.1%	23.0%	18.2%	17.0%	13.2%
每股收益(元)	1.16	1.36	1.61	1.88	2.13
PE	30.6	26.2	22.1	18.9	16.7
PB	7.1	4.8	4.4	4.0	3.7

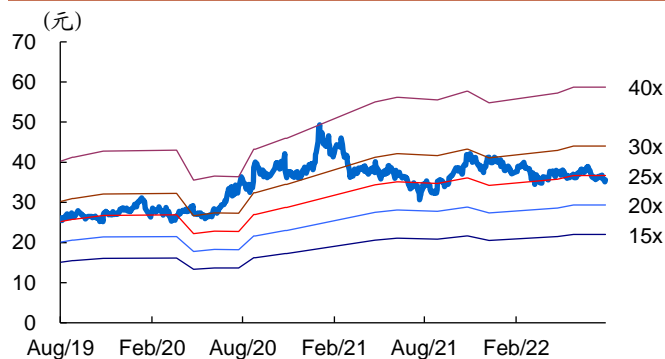
资料来源：公司数据、招商证券

伊利股份单季度利润表

单位: 百万元	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	2020	2021
一、营业总收入	26876	26242	23115	27363	29143	28501	25588	31047	96886	110595
二、营业总成本	24047	23958	22194	24287	26453	25556	24898	27134	89441	101194
其中: 营业成本	16427	17077	15453	16979	18258	18270	22909	20266	61806	76417
营业税金及附加	165	135	122	155	196	163	150	200	547	664
营业费用	6115	5363	4856	5897	6528	5688	1202	5633	21538	19315
管理费用	1203	1242	1516	1177	1332	1263	455	1031	4876	4227
研发费用	120	124	160	104	150	148	199	116	487	601
财务费用	17	17	87	-25	-11	23	-16	-112	188	-29
资产减值损失	-83	-21	-228	-12	-26	-78	-312	-41	-339	-427
三、其他经营收益	288	420	151	416	206	77	131	296	991	829
公允价值变动收益	86	103	100	14	10	-19	115	-13	171	121
投资收益	115	172	154	103	140	124	94	21	600	461
其他收益	219	178	127	293	101	111	305	367	676	809
四、营业利润	3116	2703	1073	3491	2896	3022	821	4210	8436	10230
加: 营业外收入	7	17	19	13	11	11	23	3	49	58
减: 营业外支出	94	10	13	103	13	21	39	109	457	176
五、利润总额	3030	2710	1079	3402	2893	3012	805	4104	8027	10112
减: 所得税	425	423	23	575	400	365	40	596	1051	1380
六、净利润	2605	2287	1055	2827	2493	2647	765	3508	6976	8732
减: 少数股东损益	12	-2	1	-3	2	24	5	-11	21	27
七、归属母公司净利润	2592	2289	1054	2831	2491	2622	761	3519	7078	8705
EPS	0.41	0.36	0.16	0.44	0.39	0.41	0.12	0.55	1.16	1.36
<b>主要比率</b>										
毛利率	38.9%	34.9%	33.1%	37.9%	37.3%	35.9%	10.5%	34.7%	36.2%	30.9%
主营税金率	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费率	22.8%	20.4%	21.0%	21.5%	22.4%	20.0%	4.7%	18.1%	22.2%	17.5%
管理费	4.5%	4.7%	6.6%	4.3%	4.6%	4.4%	1.8%	3.3%	5.0%	3.8%
营业利润率	11.6%	10.3%	4.6%	12.8%	9.9%	10.6%	3.2%	13.6%	8.7%	9.3%
实际税率	14.0%	15.6%	2.2%	16.9%	13.8%	12.1%	5.0%	14.5%	13.1%	13.6%
净利率	9.6%	8.7%	4.56%	10.3%	8.5%	9.2%	3.0%	11.3%	7.3%	7.9%
<b>YoY</b>										
收入增长率	22.5%	11.2%	7.3%	32.5%	8.4%	8.6%	10.7%	13.5%	7.4%	14.2%
营业利润增长率	67.9%	25.2%	-48.2%	126.2%	-7.1%	11.8%	-23.4%	20.6%	3.4%	19.5%
净利润增长率	66.7%	24.8%	-41.9%	147.7%	-3.9%	14.6%	-27.8%	24.3%	2.1%	23.0%

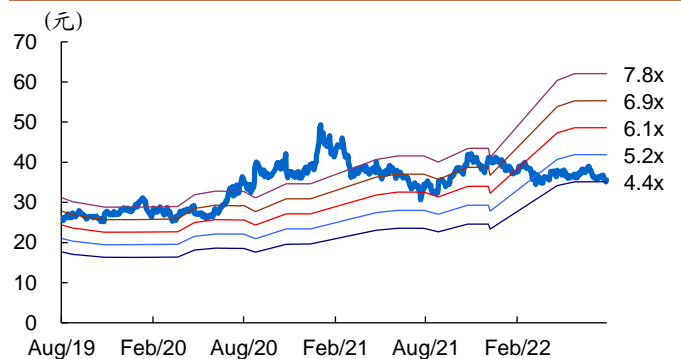
资料来源: 公司报表

图 1: 伊利股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 伊利股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

---

- 1、《伊利股份（600887）—21 年顺利收官，利润率继续提升》2022-04-28
- 2、《伊利股份（600887）—奶粉增长靓丽，盈利提升超预期》2021-10-29
- 3、《伊利股份（600887）—盈利表现超预期，全年利润可期》2021-08-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	28381	50155	40441	43013	47417
现金	11695	31742	19224	19606	21992
交易性投资	386	98	98	98	98
应收票据	143	148	173	192	209
应收款项	1616	1959	2258	2507	2731
其它应收款	115	126	147	163	177
存货	7545	8917	10227	11235	12183
其他	6880	7164	8315	9212	10026
<b>非流动资产</b>	42774	51807	59972	65200	68828
长期股权投资	2903	4210	4210	4210	4210
固定资产	23343	29379	37994	43620	47600
无形资产商誉	1897	3692	3323	2991	2692
其他	14630	14526	14444	14379	14326
<b>资产总计</b>	<b>71154</b>	<b>101962</b>	<b>100413</b>	<b>108213</b>	<b>116245</b>
<b>流动负债</b>	34768	43296	37401	39979	42404
短期借款	6957	12596	4000	4000	4000
应付账款	11636	14062	16141	17733	19229
预收账款	6056	7891	9058	9951	10791
其他	10120	8747	8201	8295	8383
<b>长期负债</b>	5853	9875	9875	9875	9875
长期借款	1375	5380	5380	5380	5380
其他	4478	4495	4495	4495	4495
<b>负债合计</b>	<b>40622</b>	<b>53171</b>	<b>47276</b>	<b>49854</b>	<b>52279</b>
股本	6083	6400	6400	6400	6400
资本公积金	(355)	13017	13017	13017	13017
留存收益	24656	28291	32435	37272	42474
少数股东权益	149	1083	1284	1668	2075
归属于母公司所有者权益	30384	47708	51852	56690	61891
<b>负债及权益合计</b>	<b>71154</b>	<b>101962</b>	<b>100413</b>	<b>108213</b>	<b>116245</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	9852	15528	13397	16050	18263
净利润	7078	8705	10288	12039	13629
折旧摊销	2442	3288	3831	4768	5369
财务费用	668	826	(101)	(130)	(144)
投资收益	(600)	(461)	(1393)	(1404)	(1406)
营运资金变动	349	3233	561	385	404
其它	(86)	(63)	211	391	412
<b>投资活动现金流</b>	(9043)	(7797)	(10607)	(8596)	(7594)
资本支出	(6522)	(6683)	(12000)	(10000)	(9000)
其他投资	(2521)	(1114)	1393	1404	1406
<b>筹资活动现金流</b>	(47)	11945	(15308)	(7072)	(8283)
借款变动	730	3107	(9264)	0	0
普通股增加	(14)	318	0	0	0
资本公积增加	2129	13372	0	0	0
股利分配	(4938)	(4988)	(6144)	(7202)	(8427)
其他	2046	137	101	130	144
<b>现金净增加额</b>	<b>762</b>	<b>19676</b>	<b>(12518)</b>	<b>382</b>	<b>2386</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	96886	110595	128746	142953	155731
营业成本	61806	76417	87719	96366	104499
营业税金及附加	547	664	832	941	1021
营业费用	21538	19315	23154	25800	28070
管理费用	4876	4227	5025	5520	5882
研发费用	487	601	666	730	797
财务费用	188	(29)	(101)	(130)	(144)
资产减值损失	(327)	(536)	(536)	(536)	(536)
公允价值变动收益	171	121	121	121	121
其他收益	676	809	865	887	891
投资收益	594	435	407	396	394
<b>营业利润</b>	8558	10230	12309	14594	16477
营业外收入	49	58	58	58	58
营业外支出	457	176	176	176	176
<b>利润总额</b>	8150	10112	12191	14476	16359
所得税	1051	1380	1701	2053	2324
少数股东损益	21	27	202	384	406
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7078</b>	<b>8705</b>	<b>10288</b>	<b>12039</b>	<b>13629</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	7.4%	14.2%	16.4%	11.0%	8.9%
营业利润	3.4%	19.5%	20.3%	18.6%	12.9%
归母净利润	2.1%	23.0%	18.2%	17.0%	13.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.2%	30.9%	31.9%	32.6%	32.9%
净利率	7.3%	7.9%	8.0%	8.4%	8.8%
ROE	23.3%	18.2%	19.8%	21.2%	22.0%
ROIC	19.0%	13.0%	16.7%	18.3%	19.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.1%	52.1%	47.1%	46.1%	45.0%
净负债比率	12.9%	18.3%	9.3%	8.7%	8.1%
流动比率	0.8	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.6	1.0	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.1	1.3	1.3	1.3
存货周转率	8.1	9.3	9.2	9.0	8.9
应收账款周转率	53.9	57.2	56.7	55.7	55.2
应付账款周转率	5.5	5.9	5.8	5.7	5.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.16	1.36	1.61	1.88	2.13
每股经营净现金	1.62	2.43	2.09	2.51	2.85
每股净资产	5.00	7.45	8.10	8.86	9.67
每股股利	0.82	0.96	1.13	1.32	1.49
<b>估值比率</b>					
PE	30.6	26.2	22.1	18.9	16.7
PB	7.1	4.8	4.4	4.0	3.7
EV/EBITDA	22.1	18.3	15.1	12.6	11.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**于佳琦：**食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

**田地：**复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

**欧阳廷昊：**中山大学本科，香港科技大学硕士，3年买方投研工作经验，21年加入招商证券。

**陈书慧：**美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

**任龙：**美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

**刘成：**上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。