

伊利股份 (600887.SH)

渐进复苏，低估值而盈利向上，把握配置时点

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	110,144	122,698	135,694	148,726	162,436
增长率 yoy (%)	14.1	11.4	10.6	9.6	9.2
归母净利润 (百万元)	8,705	9,431	11,044	12,887	15,007
增长率 yoy (%)	23.0	8.3	17.1	16.7	16.4
ROE (%)	17.9	17.2	18.8	19.6	20.0
EPS 最新摊薄 (元)	1.37	1.48	1.73	2.02	2.36
P/E (倍)	20.6	19.1	16.3	13.9	12.0
P/B (倍)	3.8	3.6	3.3	2.9	2.5

资料来源：长城证券产业金融研究院

我国乳制品行业空间仍存，伊利中期增长动力充足。我国乳制品行业需求波动相对较小，且人均乳制品消费量距离世界平均水平还有差距¹，行业规模长期还具备向上空间。过去几年消费者健康意识的提升，有利于增强乳制品在下线市场的渗透率，同时乳制品内部结构也发生一些变化。我们认为公司未来两三年收入规模的主要驱动力来自于液奶稳健增长、奶粉更快增长提升市占率，及包括奶酪、冷饮在内的其他乳制品的持续创新性增长。同时前瞻布局健康食品新赛道及国际化，储备下一个五年目标的发力点。

结合公司中长期目标，伴随收入规模的稳步提升，公司盈利能力增强也具备支撑。主要来源于以下三个方面：

第一，业务结构优化及品类内部高端化，尤其是盈利能力更强的奶粉、冷饮有望保持高于整体业务大盘的增速，在总收入中比重提升。1) 液奶中，基础白奶满足消费者健康营养的刚需，同时高端白奶受益于礼赠场景恢复，及替代部分基础白奶的自饮需求提升，金典及有机系列近年增速表现更优；2) 公司婴幼儿奶粉业务预计将受益于新国标和第二次配方注册制背景下的行业集中度提升，同时通过收购澳优加强对羊奶粉及高端奶粉的布局，进一步增强综合实力，此外老龄化背景下成人粉空间可期，2022 年公司在成人奶粉行业市占率超 25%²，奶粉业务整体有望保持较高增长；3) 奶酪行业尚处于成长期，在消费者认知提升下 C 端品类有望不断丰富，公司将通过推出更多元化的产品满足营养与趣味的消费需求，同时开拓适合烘焙和早餐场景的餐饮奶酪，推动行业向第二增长曲线发展；4) 公司冷饮业务多年稳居行业龙头，持续做好产品创新及渠道拓展工作，近几年保持量价齐升态势。

第二，增强奶源控制力改善成本波动，同时竞争更加理性，费效比改善。随着大型乳企以多种方式布局上游牧场加强对奶源的控制力，未来原奶价格波动有望缩小，促进乳企更专注于供应链效率及业务运营能力的提升。同时随着国内乳业两强市占率达到一定份额，双方对利润诉求更为积极，行业竞争趋缓，买赠促销投入将更为理性，世界杯、冬奥等一次性大额广告投入不具备持续性。随着公司的奶粉、奶酪等业务前期投入逐步迎来收获期，未来公司销售费用率预期稳中有降。

第三，通过与伊利融合协同，澳优盈利能力改善的空间。去年下半年，澳优

买入（维持评级）		
股票信息		
行业	食品饮料	
2023 年 6 月 30 日收盘价 (元)	28.32	
总市值 (百万元)	180,297.87	
流通市值 (百万元)	177,722.74	
总股本 (百万股)	6,366.45	
流通股本 (百万股)	6,275.52	
近 3 月日均成交额 (百万元)	1,071.27	



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com

相关研究

核心产品佳贝艾特重回双位数增长，牛奶粉业务渠道继续调整，跌幅同比收窄³。未来，伊利将成熟体系和经验赋能澳优，利用全球采购资源优势协助澳优开展成本节降和供应链效率提升工作。此外，通过复制伊利成熟的营销和财务管理经验，澳优整体费用使用效率仍有改善空间。

盈利向上，把握低估值布局时点。伊利当前估值不到 20 倍，处于近十年的历史较低水平，分位数不足 10%，横向对比，与其他饮食龙头估值中枢尚有差距。未来两强竞争有望趋缓，公司盈利向上空间较为充足且路径清晰，随着业绩逐步兑现估值有待修复，当前进入较好布局时点。

投资建议：目前公司估值已至近十年历史较低水平，而随着行业竞争更加理性，公司业务结构优化稳步进行中，十四五期间营收规模及盈利能力提升路径清晰，目前股价具备一定安全边际且有业绩、估值双升的可能性。我们预测 2023-2025 年公司营收分别为 1356.94 亿元、1487.26 亿元、1624.36 亿元，归母净利润分别为 110.44 亿元、128.87 亿元、150.07 亿元，对应 EPS 分别为 1.73 元、2.02 元、2.36 元，当前股价对应 2023-2025 年估值分别为 16.3 倍、13.9 倍、12.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费者需求恢复不及预期、行业竞争加剧、原奶成本波动、利润率提升不及预期、食品安全风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	50155	61463	63426	70009	79322
现金	31742	33853	34495	39726	44062
应收票据及应收账款	2107	3250	4974	4621	8373
其他应收款	126	200	146	228	186
预付账款	1520	1834	1743	2202	2119
存货	8917	14836	15413	16451	17724
其他流动资产	5742	7490	6655	6781	6857
非流动资产	51807	69502	68296	69399	69980
长期股权投资	4210	4563	5213	5863	6513
固定资产	31156	35511	37461	38019	38302
无形资产	1609	4648	4450	4249	4046
其他非流动资产	14833	24780	21172	21267	21120
资产总计	101962	130965	131722	139408	149303
流动负债	43296	62170	61055	63378	66025
短期借款	12596	26799	22384	24370	23117
应付票据及应付账款	14062	16807	18096	19178	21375
其他流动负债	16638	18563	20574	19830	21533
非流动负债	9875	14653	11545	9118	6555
长期借款	8568	12781	10034	7521	4940
其他非流动负债	1307	1872	1511	1597	1614
负债合计	53171	76822	72600	72496	72580
少数股东权益	1083	3875	3820	3756	3681
股本	6400	6399	6366	6366	6366
资本公积	14269	14235	14235	14235	14235
留存收益	27498	30787	34005	37778	42166
归属母公司股东权益	47708	50268	55302	63155	73042
负债和股东权益	101962	130965	131722	139408	149303

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	110144	122698	135694	148726	162436
营业成本	76417	83119	90747	98777	107078
营业税金及附加	664	742	819	892	979
销售费用	19315	22908	24764	27068	29482
管理费用	4227	5343	5767	6276	6741
研发费用	601	822	882	937	991
财务费用	-29	-255	123	-111	-342
资产和信用减值损失	-536	-930	-814	-892	-975
其他收益	809	964	805	750	700
公允价值变动收益	121	94	100	100	70
投资净收益	461	244	250	250	250
资产处置收益	-26	-5	-16	-13	-15
营业利润	10230	10860	12917	15080	17537
营业外收入	58	61	49	54	56
营业外支出	176	291	260	310	330
利润总额	10112	10630	12706	14824	17263
所得税	1380	1312	1717	2001	2330
净利润	8732	9318	10989	12823	14932
少数股东损益	27	-113	-55	-64	-75
归属母公司净利润	8705	9431	11044	12887	15007
EBITDA	13458	14159	16676	19013	21637
EPS (元/股)	1.37	1.48	1.73	2.02	2.36

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	14.1	11.4	10.6	9.6	9.2
营业利润 (%)	19.5	6.2	18.9	16.7	16.3
归属母公司净利润 (%)	23.0	8.3	17.1	16.7	16.4
盈利能力					
毛利率 (%)	30.6	32.3	33.1	33.6	34.1
净利率 (%)	7.9	7.6	8.1	8.6	9.2
ROE (%)	17.9	17.2	18.8	19.6	20.0
ROIC (%)	12.5	9.9	12.4	13.3	14.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.1	58.7	55.1	52.0	48.6
净负债比率 (%)	-19.3	13.4	1.6	-7.3	-17.4
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	61.6	48.6	54.8	53.9	53.3
应付账款周转率	6.1	5.6	5.9	5.8	5.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.37	1.48	1.73	2.02	2.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.44	2.11	2.44	2.55	2.92
每股净资产 (最新摊薄)	7.49	7.90	8.59	9.70	11.13
估值比率					
P/E	20.6	19.1	16.3	13.9	12.0
P/B	3.8	3.6	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	12.7	13.5	11.1	9.4	7.9

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流					
净利润	8732	9318	10989	12823	14932
折旧摊销	3288	3887	3711	4151	4553
财务费用	-29	-255	123	-111	-342
投资损失	-461	-244	-250	-250	-250
营运资金变动	2180	-2013	326	-1199	-1236
其他经营现金流	1818	2727	607	827	930
投资活动现金流	-7797	-19514	-2389	-4871	-4817
资本支出	6683	6646	5241	3958	4244
长期投资	-845	-6286	-650	-650	-650
其他投资现金流	-269	-6581	3502	-263	77
筹资活动现金流	11945	8781	-12794	-6547	-8707
短期借款	5640	14203	-4415	1986	-1252
长期借款	3431	4212	-2746	-2513	-2581
普通股增加	318	-1	-33	0	0
资本公积增加	12851	-33	0	0	0
其他筹资现金流	-10294	-9600	-5599	-6019	-4874
现金净增加额	19647	2108	323	4823	5063

资料来源：长城证券产业金融研究院

1 资料来源：乳液资讯网、中国奶业协会

2 资料来源：公司 2022 年报、尼尔森数据

3 资料来源：2023 年 4 月 28 日投资者关系活动记录表

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

