

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

伊利股份(600887)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员
执业编号: S1500520110001
联系电话: 13392190215
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

《伊利股份：王者荣耀，行稳致远》 2022 年 2 月 15 日

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

要约收购澳优成功，奶粉赛道突围在即

2022 年 03 月 04 日

事件：伊利要约收购澳优取得成功。3月3日，伊利发布公告，截止当日，公司共持有或控制澳优乳业股份达 953,163,623 股，占澳优乳业已发行总股份的约 52.70%，标志着公司正式成为中国奶粉行业的两大巨头之一。

点评：

- **奶粉赛道喜报频传，伊利中期突围在即。**过去两年，伊利奶粉业务市占率不断提升，由 2020 年初的 5.80% 提升至 2021 年 9 月的 8%，2021 年前三季度增速超 30%，上升势头迅猛。此次收购成功，公司将与澳优在多个方面形成协同，通过自有品牌金领冠和澳优相关品牌分别冲击中高端和超高端婴配粉市场，强化伊利在奶粉市场中期突围的战略，改写乳制品第一大子品类的竞争格局。
- **并表将显著提升 EPS 并降低估值。**以 2022 年 3 月底并表为假设，我们预计公司在 22 年和 23 年的 EPS 将由并表前的 1.74/2.08 元上升至 1.89/2.50 元，利润增速由 19.6%/19.7% 上升至 30.0%/32.1%，PE 由 23X/19X 下降至 21X/16X，公司估值优势进一步凸显。
- **盈利预测与投资评级：**疫情之下白奶需求持续旺盛，公司以液态乳业务压仓，以毛销差提升及奶粉业务增长为中短期看点，期待明确且附带超预期可能。我们预计 2021-2023 年 EPS 为 1.45/1.89/2.50 元，给予 2022 年 30X PE，目标价 57 元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**食品安全问题，行业竞争加剧。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	90,223	96,886	110,741	132,744	152,377
增长率 YoY %	13.4%	7.4%	14.3%	19.9%	14.8%
归属母公司净利润(百万元)	6,934	7,078	9,299	12,091	15,974
增长率 YoY%	7.7%	2.1%	31.4%	30.0%	32.1%
毛利率%	37.5%	36.2%	36.5%	40.3%	41.9%
净资产收益率 ROE%	26.5%	23.3%	23.2%	23.2%	23.5%
EPS(摊薄)(元)	1.15	1.17	1.45	1.89	2.50
市盈率 P/E(倍)	26.90	37.92	27.07	20.82	15.76
市净率 P/B(倍)	7.58	9.35	6.29	4.83	3.70

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2022 年 03 月 03 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	25,706	28,381	30,825	36,872	50,848	
货币资金	11,325	11,695	12,799	17,179	29,463	
应收票据	222	143	152	182	209	
应收账款	1,616	1,616	1,820	2,182	2,505	
预付账款	1,157	1,290	1,407	1,584	1,772	
存货	7,715	7,545	8,550	9,624	10,757	
其他	3,671	6,091	6,097	6,121	6,143	
非流动资产	34,755	42,774	47,127	57,599	64,220	
长期股权投资	1,961	2,903	3,903	9,282	10,282	
固定资产	18,296	23,343	28,556	34,040	39,757	
无形资产	1,409	1,536	1,636	1,736	1,836	
其他	13,090	14,992	13,032	12,542	12,346	
资产总计	60,461	71,154	77,952	94,471	115,068	
流动负债	31,432	34,768	31,022	34,515	38,192	
短期借款	4,560	6,957	0	0	0	
应付票据	300	259	295	332	371	
应付账款	10,501	11,376	12,916	14,540	16,260	
其他	16,071	16,176	17,811	19,643	21,560	
非流动负债	2,755	5,853	6,753	7,653	8,553	
长期借款	471	1,375	2,275	3,175	4,075	
其他	2,284	4,478	4,478	4,478	4,478	
负债合计	34,187	40,622	37,775	42,168	46,745	
少数股东权益	143	149	176	211	257	
归属母公司	26,131	30,384	40,001	52,092	68,066	
负债和股东权益	60,461	71,154	77,952	94,471	115,068	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	90,223	96,886	110,741	132,744	152,377	
同比	13.4%	7.4%	14.3%	19.9%	14.8%	
归属母公司净利润	6,934	7,078	9,299	12,091	15,974	
同比	7.7%	2.1%	31.4%	30.0%	32.1%	
毛利率(%)	37.5%	36.2%	36.5%	40.3%	41.9%	
ROE%	26.5%	23.3%	23.2%	23.2%	23.5%	
EPS(摊薄)(元)	1.15	1.17	1.45	1.89	2.50	
P/E	26.90	37.92	27.07	20.82	15.76	
P/B	7.58	9.35	6.29	4.83	3.70	
EV/EBITDA	18.69	25.42	19.31	14.63	10.79	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	90,22	96,886	110,741	132,744	152,377	
营业成本	56,39	61,806	70,361	79,211	88,583	
营业税金及	577	547	625	749	860	
销售费用	21,07	21,538	24,141	31,593	36,418	
管理费用	4,285	4,876	5,426	7,062	7,954	
研发费用	495	487	554	863	990	
财务费用	8	188	1	-77	-175	
减值损失合	-241	-339	-115	-132	-154	
投资净收益	545	600	685	500	656	
其他	580	853	775	929	1,067	
营业利润	8,280	8,558	10,979	14,641	19,315	
营业外收支	-86	-408	-83	-83	-83	
利润总额	8,194	8,150	10,895	14,558	19,232	
所得税	1,243	1,051	1,569	2,431	3,212	
净利润	6,951	7,099	9,326	12,126	16,020	
少数股东损	17	21	27	35	46	
归属母公司	6,934	7,078	9,299	12,091	15,974	
EBITDA	9,851	10,665	12,726	16,561	21,399	
EPS(当	1.15	1.17	1.45	1.89	2.50	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	8,455	9,852	12,734	15,901	20,107	
净利润	6,951	7,099	9,326	12,126	16,020	
折旧摊销	1,958	2,442	1,857	2,116	2,389	
财务费用	344	668	293	259	295	
投资损失	-545	-600	-685	-500	-656	
营运资金变	-502	172	1,745	1,684	1,821	
其它	250	71	198	215	237	
投资活动现金流	-9,999	-9,043	-5,598	-12,162	-8,428	
资本支出	-9,209	-6,500	-5,283	-7,283	-8,083	
长期投资	-921	-3,344	-1,000	-5,379	-1,000	
其他	130	801	685	500	656	
筹资活动现金流	-1,016	-47	-6,032	641	605	
吸收投资	275	248	318	0	0	
借款	16,57	74,557	-6,057	900	900	
支付利息或股息	-4,406	-5,310	-293	-259	-295	
现金流净增加额	-2,498	367	1,104	4,380	12,284	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6 年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015 年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	1599555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。