

## 伊利股份 (600887.SH)

2022 年 09 月 02 日

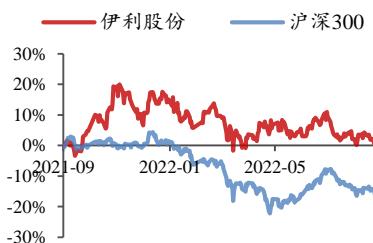
## 疫情影响液奶短期承压，龙头领先优势稳固

### ——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**

日期	2022/9/1
当前股价(元)	34.55
一年最高最低(元)	44.25/34.35
总市值(亿元)	2,210.97
流通市值(亿元)	2,169.13
总股本(亿股)	63.99
流通股本(亿股)	62.78
近 3 个月换手率(%)	46.74

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《业绩超预期，实现开门红——公司信息更新报告》 -2022.4.28

《春节实现开门红，多业务布局，盈利能力提升可期——公司信息更新报告》 -2022.3.11

《业绩稳步增长，多业务布局未来可期——公司信息更新报告》 -2021.10.29

**张宇光（分析师）**

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

**叶松霖（分析师）**

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790521060001

#### ● 奶粉、冷饮、奶酪增长强劲，维持“买入”评级

伊利股份 2022Q2 营收 324.2 亿元，同比增 11.2%；归母净利 26.1 亿元，同比增 4.9%。由于并购澳优乳业，我们上调 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利为 106.5(+1.1)、126.0(+2.3)、146.0(+2.6) 亿元，EPS 分别 1.66(+0.01)、1.97(+0.04)、2.28(+0.04) 元，当前股价对应 PE 为 21.5、18.1、15.7 倍，公司份额持续提升，多业务布局，长期看盈利能力可稳步提升，维持“买入”评级。

#### ● 疫情影响下液奶营收下滑，奶粉业务增长强劲

2022Q2 公司液体乳收入 205.7 亿元，同比降 4.5%，主因受疫情短期影响；奶粉及奶制品收入 66.8 亿元，同比增 83.5%，其中：(1) 澳优乳业贡献；(2) 内生奶粉增速强劲；冷饮同比增 29.4%。除传统液奶业务外，其他业务如奶酪等增长迅猛，2022H1 奶酪业务同比增 40%。公司持续推进产品创新，满足消费者多样化需求，2022H1 新产品营收占比约 12.5%。展望全年，多业务布局下预计公司全年营收可稳步增长。

#### ● 2022Q2 公司净利率下降主因销售费率提升

2022Q2 净利率同比降 0.4pct 至 8.1%，主因销售费用率提升。2022Q2 毛利率同比提升，主要是业务结构优化，高毛利业务奶粉占比提升；销售费用率同比提升主因：(1) 对奶粉和奶酪等快速增长品类加大品牌投入；(2) 合并澳优乳业。剔除澳优乳业并表影响，2022Q2 销售费用率基本平稳。展望 2022H2，原奶价格预计较为平稳；规模效应下费率预计略降，预计公司盈利能力可改善。

#### ● 市占率持续提升，多业务布局助力公司增长

公司市场份额稳步提升，2022H1 公司液体乳市占率同比增 0.1pct，稳居行业第一；婴配粉市占率同比增 3.5pct，成人粉市占率同比增 1.3pct；奶酪市占率同比增近 4pct。伊利股份一方面持续打造立体化渠道优势，保证现有业务快速发展；另一方面持续开拓奶粉、奶酪等潜力新业务，多业务、全渠道布局下，公司发展潜力仍较大。

#### ● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	96,524	110,144	129,625	146,187	162,154
YOY(%)	7.2	14.1	17.7	12.8	10.9
归母净利润(百万元)	7,078	8,705	10,646	12,601	14,595
YOY(%)	2.1	23.0	22.3	18.4	15.8
毛利率(%)	36.0	30.6	32.2	32.7	33.0
净利率(%)	7.3	7.9	8.2	8.6	9.0
ROE(%)	23.3	17.9	20.0	21.1	21.4
EPS(摊薄/元)	1.11	1.36	1.66	1.97	2.28
P/E(倍)	32.3	26.3	21.5	18.1	15.7
P/B(倍)	7.5	4.8	4.4	3.9	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	28381	50155	52116	56326	62377	<b>营业收入</b>	96524	110144	129625	146187	162154
现金	11695	31742	31976	34591	39031	营业成本	61806	76417	87860	98452	108677
应收票据及应收账款	1759	2107	2443	2689	3004	营业税金及附加	547	664	781	881	977
其他应收款	115	126	158	162	193	营业费用	21538	19315	24369	27483	30323
预付账款	1290	1520	1787	1942	2194	管理费用	4876	4227	5185	5847	6486
存货	7545	8917	10010	11199	12213	研发费用	487	601	843	994	1135
其他流动资产	5976	5742	5742	5742	5742	财务费用	188	-29	-323	-519	-705
<b>非流动资产</b>	42774	51807	55939	59048	61707	资产减值损失	-339	-427	-479	-554	-607
长期投资	2903	4210	5857	7502	9148	其他收益	676	809	691	726	742
固定资产	23343	31156	33478	34798	35691	公允价值变动收益	171	121	93	116	125
无形资产	1536	1609	1663	1828	2005	投资净收益	600	461	464	463	463
其他非流动资产	14992	14833	14941	14921	14864	资产处置收益	-6	-26	-24	-20	-19
<b>资产总计</b>	71154	101962	108055	115374	124084	<b>营业利润</b>	8558	10230	12613	14886	17179
<b>流动负债</b>	34768	43296	46420	48891	50798	营业外收入	49	58	43	45	49
短期借款	6957	12596	12596	12596	12596	营业外支出	457	176	224	243	275
应付票据及应付账款	11636	14062	15484	17624	18922	<b>利润总额</b>	8150	10112	12432	14687	16953
其他流动负债	16176	16638	18340	18671	19280	所得税	1051	1380	1758	2051	2316
<b>非流动负债</b>	5853	9875	8314	6670	4981	<b>净利润</b>	7099	8732	10674	12636	14636
长期借款	5137	8568	7007	5363	3674	少数股东损益	21	27	28	35	42
其他非流动负债	716	1307	1307	1307	1307	<b>归属母公司净利润</b>	7078	8705	10646	12601	14595
<b>负债合计</b>	40622	53171	54734	55561	55779	EBITDA	11002	13777	15641	18269	20822
少数股东权益	149	1083	1110	1145	1187	EPS(元)	1.11	1.36	1.66	1.97	2.28
股本	6083	6400	6400	6400	6400						
资本公积	1417	14269	14269	14269	14269	<b>主要财务比率</b>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	23541	27498	30744	34477	38827	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	30384	47708	52210	58667	67118	营业收入(%)	7.2	14.1	17.7	12.8	10.9
负债和股东权益	71154	101962	108055	115374	124084	营业利润(%)	3.4	19.5	23.3	18.0	15.4
						归属于母公司净利润(%)	2.1	23.0	22.3	18.4	15.8
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	36.0	30.6	32.2	32.7	33.0
						净利率(%)	7.3	7.9	8.2	8.6	9.0
						ROE(%)	23.3	17.9	20.0	21.1	21.4
						ROIC(%)	17.1	12.9	14.4	15.9	16.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	57.1	52.1	50.7	48.2	45.0
						净负债比率(%)	4.8	-18.4	-18.2	-23.3	-29.3
						流动比率	0.8	1.2	1.1	1.2	1.2
						速动比率	0.4	0.8	0.7	0.8	0.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.5	1.3	1.2	1.3	1.4
						应收账款周转率	53.7	57.0	57.0	57.0	57.0
						应付账款周转率	5.5	5.9	5.9	5.9	5.9
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.11	1.36	1.66	1.97	2.28
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	2.43	2.07	2.50	2.77
						每股净资产(最新摊薄)	4.75	7.46	8.16	9.17	10.49
						<b>估值比率</b>					
						P/E	32.3	26.3	21.5	18.1	15.7
						P/B	7.5	4.8	4.4	3.9	3.4
						EV/EBITDA	20.9	16.0	14.1	11.8	10.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。  
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。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn