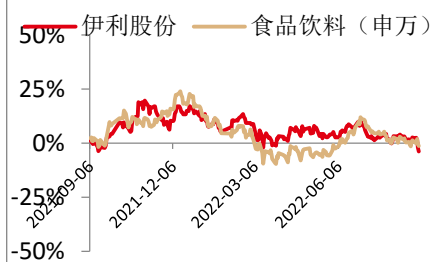


## 股票投资评级

推荐|首次覆盖

## 个股表现



资料来源：wind，中邮证券研究所

## 公司基本情况

|          |       |
|----------|-------|
| 52 周内高   | 43.13 |
| 52 周内低   | 31.78 |
| 总市值(亿元)  | 2169  |
| 流通市值(亿元) | 2128  |
| 总股本(亿股)  | 63.99 |
| A 股(亿股)  | 63.99 |
| —已流通(亿股) | 62.78 |
| —限售股(亿股) | 1.21  |

## 研究所

分析师：蔡雪昱

SAC 登记编号：S1340522070001

Email：caixueyu@cnpsec.com

**伊利股份 (600887.SH)：**
**疫情扰动液奶短期承压，并表澳优奶粉加速扩张**
**● 事件**

公司发布 2022 年中报，报告期内实现总营收 634.6 亿元，同比+12.3%；实现归母净利润 61.3 亿元，同比+15.2%；实现扣非归母净利润 58.9 亿元，同比+17.5%；基本 EPS 为 0.96 元。公司单二季度实现总营收 324.2 亿元，同比+11.2%；实现归母净利润 26.1 亿元，同比+4.9%；扣非归母净利润 26.0 亿元，同比+9.1%。剔除 Q2 澳优并表影响，公司 Q2 总营收/净利润/归母净利润分别为 305.3/26.0/25.8 亿元，同比分别增长 4.8%/4.3%/8.3%，公司 Q2 内生增长略有放缓。

**● 核心观点：**

**Q2 疫情影响下，运输流通不畅、消费场景缺失，液奶表现略有承压；奶粉、奶酪品类逆势实现高增长。**分品类看，22H1 公司液奶 / 奶粉/冷饮/其他产品分别实现营收 428.9/120.7/73.0/2.1 亿元，同比+1.1%/58.3%/+31.7%/154.9%，单 Q2 季度液奶 / 奶粉/冷饮/其他产品分别实现营收 205.8/66.8/45.0/1.3 亿元，同比分别-4.5%/+83.5%/+29.4%/+114.3%。其中，液奶品类 H1 表现承压，主要由于 Q2 疫情影响下物流运输受阻影响出货，同时部分消费场景缺失，根据渠道反馈 6 月起终端逐渐复苏、库存回归正常。细分品类看，终端反馈基础白奶增速高于高端白奶、常温酸，我们认为主要由于疫情影响下自饮场景高于礼赠，同时叠加渠道持续下沉，基础品类保持较高增速。奶粉及奶制品在 Q2 并表澳优后营收加速，剔除澳优后预计同比增长 32%，在奶粉行业上半年普遍低迷的背景下，实现逆势增长，同时奶酪增长超 40%。分区域看，华北/华南/华中/华东/其他地区 Q2 环比分别-2.18%/10.52%/-3.02%/+8.22%/+12.86%，疫情导致部分区域动销受阻。公司 22H1 末合作经销商 18878 家，环比+18%，公司持续加快全渠道布局，报告期内液态乳品在新零售渠道营收同增 16.8%。

**奶价回落抵消其他原辅料成本涨幅，结构升级下毛利率持续提升。**公司 H1 毛利率为 32.45%，同比+0.8ct，上半年奶价小幅回落抵消运费、其他原辅料成本涨幅，同时奶粉品类占比提升改善产品结构，驱动毛利率小幅提升。费用端，Q2 销售/管理/财务/研发费用率分别

为 18.5%/4.4%/-0.4%/0.6%，同比分别+0.7/+0.8/-0.4/+0.4pct，环比+0.4/+1.1/-0.03/+0.2pct，疫情期间为促进动销，公司在终端促销买赠投入小幅提升，而澳优上半年着重去库存、并表影响净利率。Q2 净利率 8.1%，同比-0.4pct。

**关注双节催化，终端有望持续回暖。**短期来看，中秋国庆双节到来，传统销售旺季预计助力营收加速回升，尤其上半年增速放缓的高端白奶等礼赠类产品有望加速追赶目标。长期来看，伴随奶粉业务品牌、奶源、产品线愈加完善，公司实现奶粉行业第一的目标在望，同时高毛利的奶粉品类营收占比提升将持续改善公司毛利率水平。

### ● 盈利预测与投资建议

考虑公司 Q2 澳优并表，上调预测，预计公司 2022-2024 年实现营收 1269.70/1472.14/1662.45 亿元，同比增长 15.28%/15.94%/12.93%；归母净利润 104.33/128.00/149.63 亿元，同比增长 19.85%/22.69%/16.90%；对应 EPS 为 1.63/2.00/2.34 元；对应 PE 为 20/17/14 倍。我们认为伴随公司高端液奶、奶粉等高毛利品类占比提升，结构升级叠加原奶价格可能出现的小幅回落，公司净利率仍有望小幅提升，结合公司历史估值以及食品饮料行业龙头平均估值，给予公司 2022 年 27 倍 PE 估值，目标价 44.01 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### ● 风险提示

原奶成本上行，行业竞争加剧，需求不及预期，食品安全等风险

|               | 2021A     | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入：百万元      | 110595.20 | 126970.21 | 147213.70 | 166244.62 |
| 同比增速%         | 14.11%    | 15.28%    | 15.94%    | 12.93%    |
| 归属于母公司净利润：百万元 | 8704.92   | 10432.53  | 12799.84  | 14963.48  |
| 同比增速%         | 22.98%    | 19.85%    | 22.69%    | 16.90%    |
| EPS 元/股       | 1.36      | 1.63      | 2.00      | 2.34      |
| PE            | 24.53     | 20.47     | 16.68     | 14.27     |

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 9 月 05 日收盘价

### 财务预测三表

#### 资产负债表

| 单位:百万元           | 2020         | 2021          | 2022E        | 2023E         | 2024E         |
|------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 11695        | 31742         | 25711        | 31942         | 38586         |
| 应收账款+票据          | 1759         | 2107          | 2445         | 2835          | 3201          |
| 预付账款             | 1290         | 1520          | 1694         | 1964          | 2217          |
| 存货               | 7545         | 8917          | 10559        | 12145         | 13635         |
| 其他               | 6091         | 5868          | 6360         | 7358          | 8297          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>28381</b> | <b>50155</b>  | <b>46769</b> | <b>56244</b>  | <b>65936</b>  |
| 长期股权投资           | 2903         | 4210          | 4507         | 4805          | 5103          |
| 固定资产             | 23343        | 31874         | 32052        | 32066         | 30172         |
| 在建工程             | 5425         | 3736          | 1868         | 0             | 0             |
| 无形资产             | 1536         | 1609          | 1341         | 1073          | 805           |
| 其他非流动资产          | 9567         | 10379         | 10107        | 9834          | 9767          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>42774</b> | <b>51807</b>  | <b>49875</b> | <b>47778</b>  | <b>45846</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>71154</b> | <b>101962</b> | <b>96644</b> | <b>104022</b> | <b>111782</b> |
| 短期借款             | 6957         | 12596         | 0            | 0             | 0             |
| 应付账款+票据          | 11636        | 14062         | 15839        | 18218         | 20453         |
| 其他               | 16176        | 16638         | 21145        | 24411         | 27473         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>34768</b> | <b>43296</b>  | <b>36984</b> | <b>42629</b>  | <b>47926</b>  |
| 长期带息负债           | 5137         | 8984          | 6885         | 4823          | 2850          |
| 长期应付款            | 71           | 208           | 208          | 208           | 208           |
| 其他               | 645          | 683           | 683          | 683           | 683           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>5853</b>  | <b>9875</b>   | <b>7776</b>  | <b>5715</b>   | <b>3741</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>40622</b> | <b>53171</b>  | <b>44760</b> | <b>48343</b>  | <b>51667</b>  |
| 少数股东权益           | 149          | 1083          | 1112         | 1148          | 1191          |
| 股本               | 6083         | 6400          | 6400         | 6400          | 6400          |
| 资本公积             | 1417         | 14269         | 14269        | 14269         | 14269         |
| 留存收益             | 22884        | 27040         | 30103        | 33862         | 38255         |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>30533</b> | <b>48791</b>  | <b>51884</b> | <b>55679</b>  | <b>60115</b>  |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>71154</b> | <b>101962</b> | <b>96644</b> | <b>104022</b> | <b>111782</b> |

#### 现金流量表

| 单位:百万元         | 2020         | 2021         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润            | 7099         | 8732         | 10462         | 12836         | 15006         |
| 折旧摊销           | 2442         | 3288         | 2830          | 2994          | 2830          |
| 财务费用           | 188          | -29          | 558           | 183           | 63            |
| 存货减少           | 170          | -1372        | -1642         | -1586         | -1490         |
| 营运资金变动         | -450         | 2180         | 3639          | 2401          | 2249          |
| 其它             | 402          | 2596         | 1179          | 1123          | 1027          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>9852</b>  | <b>15395</b> | <b>17026</b>  | <b>17952</b>  | <b>19684</b>  |
| 资本支出           | -6590        | -6508        | -600          | -600          | -600          |
| 长期投资           | -3346        | -1364        | 0             | 0             | 0             |
| 其他             | 893          | 74           | 165           | 165           | 165           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-9043</b> | <b>-7797</b> | <b>-435</b>   | <b>-435</b>   | <b>-435</b>   |
| 债权融资           | 5563         | 9486         | -14695        | -2062         | -1973         |
| 股权融资           | -14          | 318          | 0             | 0             | 0             |
| 其他             | -5596        | 2142         | -7927         | -9224         | -10632        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-47</b>   | <b>11945</b> | <b>-22623</b> | <b>-11286</b> | <b>-12606</b> |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>367</b>   | <b>19514</b> | <b>-6031</b>  | <b>6231</b>   | <b>6644</b>   |

#### 利润表

| 单位:百万元           | 2020          | 2021          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>968854</b> | <b>110595</b> | <b>126970</b> | <b>147214</b> | <b>166245</b> |
| 营业成本             | 67453         | 76417         | 86701         | 99725         | 111956        |
| 税金及附加            | 547           | 664           | 766           | 888           | 1003          |
| 营业费用             | 16884         | 19315         | 22220         | 25910         | 29259         |
| 管理费用             | 4370          | 4828          | 5587          | 6551          | 7398          |
| 财务费用             | 188           | -29           | 558           | 183           | 63            |
| 资产减值损失           | -339          | -427          | -427          | -495          | -558          |
| 公允价值变动收益         | 171           | 121           | 100           | 100           | 100           |
| 投资净收益            | 600           | 461           | 535           | 535           | 535           |
| 其他               | 1044          | 1126          | 1009          | 1016          | 991           |
| <b>营业利润</b>      | <b>8558</b>   | <b>10230</b>  | <b>12356</b>  | <b>15114</b>  | <b>17634</b>  |
| 营业外净收益           | -408          | -118          | -204          | -204          | -204          |
| <b>利润总额</b>      | <b>8150</b>   | <b>10112</b>  | <b>12152</b>  | <b>14909</b>  | <b>17430</b>  |
| 所得税              | 1051          | 1380          | 1690          | 2073          | 2424          |
| <b>净利润</b>       | <b>7099</b>   | <b>8732</b>   | <b>10462</b>  | <b>12836</b>  | <b>15006</b>  |
| 少数股东损益           | 21            | 27            | 30            | 36            | 42            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>7078</b>   | <b>8705</b>   | <b>10433</b>  | <b>12800</b>  | <b>14963</b>  |

#### 财务比率

|                 | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入            | 7.24%  | 14.11% | 15.28% | 15.94% | 12.93% |
| EBIT            | 1.66%  | 20.93% | 26.05% | 18.74% | 15.90% |
| EBITDA          | 6.10%  | 24.03% | 16.22% | 16.39% | 12.36% |
| 归母净利润           | 2.08%  | 22.98% | 19.85% | 22.69% | 16.90% |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 30.12% | 30.62% | 31.72% | 32.26% | 32.66% |
| 净利率             | 7.35%  | 7.93%  | 8.24%  | 8.72%  | 9.03%  |
| ROE             | 23.30% | 18.25% | 20.55% | 23.47% | 25.39% |
| ROIC            | 26.03% | 24.03% | 24.52% | 31.81% | 39.17% |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债            | 57.09% | 52.15% | 46.31% | 46.47% | 46.22% |
| 流动比率            | 0.8    | 1.2    | 1.3    | 1.3    | 1.4    |
| 速动比率            | 0.4    | 0.8    | 0.8    | 0.8    | 0.9    |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 应收账款周转率         | 59.7   | 56.2   | 57.2   | 57.2   | 57.2   |
| 存货周转率           | 8.9    | 8.6    | 8.2    | 8.2    | 8.2    |
| 总资产周转率          | 1.4    | 1.1    | 1.3    | 1.4    | 1.5    |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 1.1    | 1.4    | 1.6    | 2.0    | 2.3    |
| 每股经营现金流         | 1.5    | 2.4    | 2.7    | 2.8    | 3.1    |
| 每股净资产           | 4.7    | 7.5    | 7.9    | 8.5    | 9.2    |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| 市盈率             | 30.2   | 24.5   | 20.5   | 16.7   | 14.3   |
| 市净率             | 7.0    | 4.5    | 4.2    | 3.9    | 3.6    |
| EV/EBITDA       | 25.6   | 19.7   | 13.1   | 10.9   | 9.4    |
| EV/EBIT         | 33.1   | 26.1   | 16.1   | 13.1   | 10.9   |

资料来源:公司公告, Wind, 中邮证券研究所预测

注:股价为 2022 年 9 月 05 日收盘价

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。