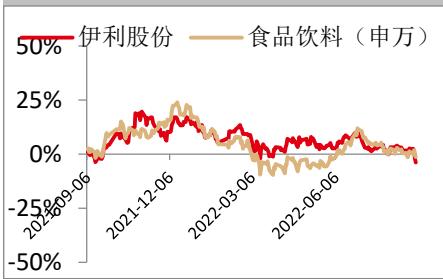


股票投资评级

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
一已流通(亿股)	62.78
一限售股(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/奶酪/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饮食行业龙头平均估值，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						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	11695	31742	25711	31942	38586	营业收入	968854	110595	126970	147214	166245
应收账款+票据	1759	2107	2445	2835	3201	营业成本	67453	76417	86701	99725	111956
预付账款	1290	1520	1694	1964	2217	税金及附加	547	664	766	888	1003
存货	7545	8917	10559	12145	13635	营业费用	16884	19315	22220	25910	29259
其他	6091	5868	6360	7358	8297	管理费用	4370	4828	5587	6551	7398
流动资产合计	28381	50155	46769	56244	65936	财务费用	188	-29	558	183	63
长期股权投资	2903	4210	4507	4805	5103	资产减值损失	-339	-427	-427	-495	-558
固定资产	23343	31874	32052	32066	30172	公允价值变动收益	171	121	100	100	100
在建工程	5425	3736	1868	0	0	投资净收益	600	461	535	535	535
无形资产	1536	1609	1341	1073	805	其他	1044	1126	1009	1016	991
其他非流动资产	9567	10379	10107	9834	9767	营业利润	8558	10230	12356	15114	17634
非流动资产合计	42774	51807	49875	47778	45846	营业外净收益	-408	-118	-204	-204	-204
资产总计	71154	101962	96644	104022	111782	利润总额	8150	10112	12152	14909	17430
短期借款	6957	12596	0	0	0	所得税	1051	1380	1690	2073	2424
应付账款+票据	11636	14062	15839	18218	20453	净利润	7099	8732	10462	12836	15006
其他	16176	16638	21145	24411	27473	少数股东损益	21	27	30	36	42
流动负债合计	34768	43296	36984	42629	47926	归属于母公司净利润	7078	8705	10433	12800	14963
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						
非流动负债合计	5853	9875	7776	5715	3741						
负债合计	40622	53171	44760	48343	51667						
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						
股东权益合计	30533	48791	51884	55679	60115						
负债和股东权益总计	71154	101962	96644	104022	111782						
现金流量表						财务比率					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	7099	8732	10462	12836	15006	成长能力					
折旧摊销	2442	3288	2830	2994	2830	营业收入	7.24%	14.11%	15.28%	15.94%	12.93%
财务费用	188	-29	558	183	63	EBIT	1.66%	20.93%	26.05%	18.74%	15.90%
存货减少	170	-1372	-1642	-1586	-1490	EBITDA	6.10%	24.03%	16.22%	16.39%	12.36%
营运资金变动	-450	2180	3639	2401	2249	归母净利润	2.08%	22.98%	19.85%	22.69%	16.90%
其它	402	2596	1179	1123	1027	获利能力					
经营活动现金流	9852	15395	17026	17952	19684	毛利率	30.12%	30.62%	31.72%	32.26%	32.66%
资本支出	-6590	-6508	-600	-600	-600	净利率	7.35%	7.93%	8.24%	8.72%	9.03%
长期投资	-3346	-1364	0	0	0	ROE	23.30%	18.25%	20.55%	23.47%	25.39%
其他	893	74	165	165	165	ROIC	26.03%	24.03%	24.52%	31.81%	39.17%
投资活动现金流	-9043	-7797	-435	-435	-435	偿债能力					
债权融资	5563	9486	-14695	-2062	-1973	资产负债	57.09%	52.15%	46.31%	46.47%	46.22%
股权融资	-14	318	0	0	0	流动比率	0.8	1.2	1.3	1.3	1.4
其他	-5596	2142	-7927	-9224	-10632	速动比率	0.4	0.8	0.8	0.8	0.9
筹资活动现金流	-47	11945	-22623	-11286	-12606	营运能力					
现金净增加额	367	19514	-6031	6231	6644	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
						每股指标(元)					
						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
						估值比率					
						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，可随时更改且不予以通告。

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。