

2023年04月28日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

35

**公司基本资讯**

产业别	食品饮料		
A 股价(2023/4/27)	27.80		
上证指数(2023/4/27)	3285.88		
股价 12 个月高/低	39.14/24.51		
总发行股数(百万)	6398.92		
A 股数(百万)	6307.99		
A 市值(亿元)	1753.62		
主要股东	香港中央结算有限公司 (16.35%)		
每股净值(元)	8.36		
股价/账面净值	3.32		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-3.1	-10.7	-25.1

**近期评等**

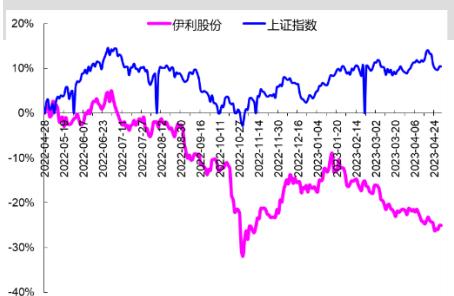
出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

**产品组合**

液体乳	65.65%
奶粉及奶制品	22.47%
冷饮产品系列	11.46%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	17.9%
一般法人	26.0%

**股价相对大盘走势**

**伊利股份(600887.SH)**
**BUY 买进**
**业绩增长稳健, 消费复苏下新一年有望逐季向好**
**结论与建议:**
**业绩概要:**

公司 2022 年实现营业总收入 1231.7 亿, 同比增 11.4%, 录得净利润 94.3 亿, 同比增 8.3%, 毛利率同比上升 1.6 个百分点至 32.5%; 4Q 实现营业总收入 293.1 亿, 同比增 14.5%, 录得净利润 13.7 亿, 同比增 80.1%, 毛利率同比上升 2.8 个百分点至 31.4%。

公司 2023Q1 实现收入 334.4 亿, 同比增 7.7%, 录得净利润 36.2 亿, 同比增 2.7%, 毛利率同比下降 0.7 个百分点至 34%。

分红方案: 每 10 股派发现金股利 10.4 元

- 2022 年公司液体乳实现收入与 849.3 亿, 同比持平, 奶粉受益澳优并表实现收入 262.6 亿, 同比增 62%, 冷饮收入 95.7 亿, 同比增 33.6%, 其他品类收入 3.9 亿, 同比增 116%, 主要系矿泉水产销增加。4Q 在春节备货和疫情影响逐渐消除的影响下, 液体乳实现收入 208.2 亿, 同比增 3.1%, 表现好于前两季度, 奶粉实现收入 75.3 亿, 同比增 62.9%, 冷饮实现收入 3.7 亿, 同比增 72%, 其他类实现收入 0.8 亿, 同比增 148%。
- 报告期公司维持市场领先地位, 据尼尔森零研, 公司液态类乳品零售额市占率为 33.4%, 稳居细分市场第一; 并购澳优以后, 婴幼儿配方奶粉零售额同比提升 5 个百分点至 12.4%, 跃居市场第二; 成人奶粉零售额市占率为 25.3%, 居市场第一; 奶酪业务市场份额同比提升 3.5 个百分点; 冷饮业务市占率稳居第一。
- 成本费用方面, 得益于产品结构优化升级以及澳优并表, 报告期毛利率同比上升 1.6 个百分点, 其中液体乳、奶粉、冷饮及其他产品毛利率分别同比变动+0.78%、+1.84%、-1.79%和-2.35%。费用上, 并表、营销费用及职工薪酬增加使期间费用率同比上升 1.47 个百分点。
- 23Q1 公司收入增长稳健, 液体乳实现收入 217.4 亿, 同比下降 2.6%, 受高基数和消费复苏节奏影响, 但 2 月以后液体乳实现正增长, 终端动销表现也不错; 奶粉收入 74.4 亿, 同比增 37.9% (仍有 2 个月的并表时期差异影响), 冷饮实现收入 37.9 亿, 同比增 35.7%, 其他品类实现收入 1.4 亿, 同比增 70.9%。利润增长相对较慢, 主要由于毛利率同比下降 0.7 个百分点, 我们认为毛利率同比下降主要产品结构变化; 期间费用率为 21.51%, 同比基本持平, 费用投放效率提升。
- 2022 年公司在新品研发、细分品类培育、新渠道布局、全球供应链建设等方面均有所成, 新一年在“伊利即品质”的信条指导下, 预计公司将继续提升产品品质及服务, 加大高毛利品类的资源投入, 进一步提升费用投放效率, 并在加快健康食品布局及新品研发、完善奶源布局、国际化等方面持续推进。1Q 末合同负债余额 58.1 亿, 同比增 13%, 随着消

费市场持续复苏，公司全年有望实现稳健发展。

- 预计 2023-2024 年将分别实现净利润 110.2 亿和 126.8 亿，分别同比增长 16.9%和 15%，EPS 分别为 1.72 元和 1.98 元，当前股价对应 PE 分别为 16 倍和 14 倍，予以“买进”投资建议。
- 风险提示：终端动销不及预期，成本增长超预期，费用投入超预期

-----续下页-----

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7078	8705	9431	11020	12678
同比增减	%	2.08	22.98	8.34	16.85	15.04
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.16	1.43	1.48	1.72	1.98
同比增减	%	1.19	22.89	3.50	16.36	15.04
市盈率(P/E)	X	23.89	19.44	18.78	16.14	14.03
股利 (DPS)	RMB 元	0.82	0.96	1.04	1.21	1.39
股息率 (Yield)	%	2.95	3.45	3.74	4.34	4.99

**【投资评等说明】**

**评等定义**

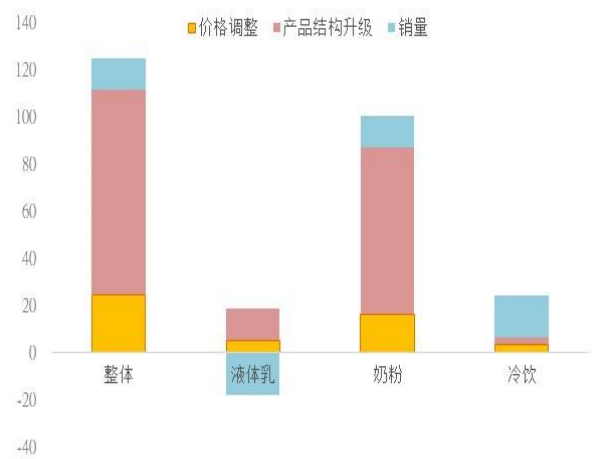
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

图 1：主产省生鲜乳价格及同比变动单位：元/公斤，%



资料来源：农业部，群益金鼎证券

图 2：2022 年收入增量归因单位：亿元



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

## 附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
营业收入	96886	110595	123171	135524	149682
经营成本	67453	76417	83119	90802	99750
营业税金及附加	547	664	742	763	842
销售费用	16884	19315	22908	24700	26937
管理费用	3883	4227	5343	6184	6830
财务费用	188	-29	-255	-222	-245
资产减值损失	-339	-427	-792	-573	-500
投资收益	600	461	244	52	48
营业利润	8558	10230	10860	12433	14417
营业外收入	49	58	61	150	70
营业外支出	457	176	291	84	-34
利润总额	8150	10112	10630	12500	14521
所得税	1051	1380	1312	1637	2024
少数股东损益	21	27	-113	-158	-181
归属于母公司所有者的净利润	7078	8705	9431	11020	12678

## 附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
货币资金	11695	31742	33853	36564	40306
应收账款	1616	1959	3088	3397	3737
存货	7545	8917	14836	16023	17305
流动资产合计	28381	50155	61463	66380	73018
长期股权投资	2903	4210	4563	4791	5031
固定资产	23343	29379	33735	36434	39349
在建工程	5425	3736	3443	3098	2789
非流动资产合计	42774	51807	69502	72977	75166
资产总计	71154	101962	130965	139357	148185
流动负债合计	34768	43296	62170	69666	73885
非流动负债合计	5853	9875	14653	16118	16924
负债合计	40622	53171	76822	85784	90809
少数股东权益	149	1083	3875	3914	3953
股东权益合计	30384	47708	50268	53573	57376
负债及股东权益合计	71154	101962	130965	139357	148185

## 附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
经营活动产生的现金流量净额	9852	15528	13420	14908	17213
投资活动产生的现金流量净额	-9043	-7797	-19514	-9487	-8981
筹资活动产生的现金流量净额	-47	11945	8781	-2710	-4490
现金及现金等价物净增加额	367	19647	2108	2710	3742

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。