

乳制品

伊利股份（600887.SH）

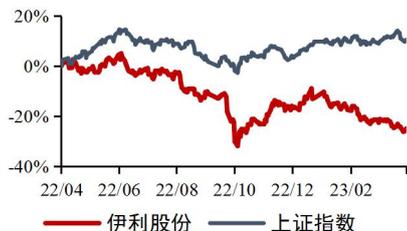
买入-A(维持)

22 年液奶业绩承压，23 年基本面有望好转

2023 年 4 月 28 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 4 月 27 日

收盘价（元）：	27.80
年内最高/最低（元）：	39.50/24.51
流通 A 股/总股本（亿）：	63.08/63.99
流通 A 股市值（亿）：	1,753.62
总市值（亿）：	1,778.90

基础数据：2023 年 3 月 31 日

基本每股收益：	0.57
摊薄每股收益：	0.57
每股净资产（元）：	9.00
净资产收益率：	6.28

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

事件描述

伊利股份发布 2022 年年报，22 年公司实现营业总收入 1231.71 亿元，同比增长 11.37%；归母净利润 94.31 亿元，同比增长 8.34%。其中 22Q4 实现营业总收入 293.10 亿元，同比增长 14.54%；归母净利润 13.70 亿元，同比增长 80.10%。

同时公司发布 23 年一季报，23Q1 公司实现营业总收入 334.41 亿元，同比增长 7.71%；归母净利润 36.15 亿元，同比增长 2.73%。

事件点评

➢ **22 年液奶业绩承压，奶粉助力业绩增长。**具体收入端来看，22 年/22Q4 公司液体乳分别实现营收 849.26/208.24 亿元，同比+0.02/+3.1%，奶粉及奶制品营收 262.60/75.32 亿元，同比+62.0/+65.9%，冷饮产品营收 95.67/3.67 亿元，同比+33.6/+72.1%。22 年全年液体乳、奶粉及奶制品、冷饮收入占比分别为 69.2%/21.4%/7.8%，同比-7.9/+6.7/+1.3pcts。22 年前三季度在疫情反复、物流受阻等影响下，液奶业绩短期承压；22Q4 疫情管控优化后，经销商信心有所恢复，液态奶需求逐步复苏，Q4 整体实现正增长。奶粉业务由于内生及并表澳优因素，增速高于整体，助力公司全年业绩增长。

公司 23Q1 实现营收 333.28 亿元，同比增长 7.81%。其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮分别实现营收 217.41/74.43/37.94 亿元，同比-2.6/+37.9/+35.7%。受春节错期、需求复苏疲软影响，Q1 液态奶增长承压，奶粉业务部分大区微调整节奏，整体保持良好增长。展望 23 年，随着消费场景和消费力的逐步恢复，叠加去年二季度之后低基数背景，我们预计公司业绩将呈现逐季改善趋势。

➢ **产品结构变化助力下，22 年盈利能力向好。**公司 22 年毛利率为 32.52%，同比+1.61pcts。销售费用率/管理费用率分别为 18.60/4.34%，同比分别+1.13/+0.52pcts。在奶粉等高毛利产品收入占比提升下，加之持续精准投放相关费用，毛利率稳中有升。22 年公司净利率为 7.66%，同比-0.21pcts，主因澳优并表影响，剔除并表后内生净利率同比有所提升。

23Q1 公司毛利率为 34.00%，同比-0.73pcts，销售费用率/管理费用率分别为 17.07/4.19%，同比-1.08/+0.87pcts。公司净利率水平同比-0.52pcts。展望 23 年原奶价格趋缓，公司产品结构持续提升及优化，公司毛/净利率将逐季改善。

➢ **当下估值优势凸显，进入中长期配置区间。**中长期看，国内乳业液奶在



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



下沉城市仍有增长空间，同时品类方面，原有产品的结构升级以及奶酪等市场渗透率仍有待提高，增长空间仍在。公司作为行业龙头，其产品结构稳健改善，同时产品化平台、国际化平台、渠道影响力和品牌影响力优势依旧，未来公司的业绩增速稳健且可期。目前的市场估值水平已回落至估值中枢之下，其中长期配置价值凸显。

投资建议

➢ 公司盈利预测：2023-2025 年营业收入分别为 1355.91/1469.26/1592.34 亿元，同比增长 10.1%/8.4%/8.4%。归母净利润 109.75/130.27/150.22 亿元，同比增长 16.4%/18.7%/15.3%。对应 EPS 1.72/2.04/2.35 元，4 月 27 日股价对应 PE 分别为 16/14/12 倍，维持“买入-A”投资评级。

风险提示

➢ 食品安全问题；行业竞争加剧风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑；海外业务进展不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110,595	123,171	135,591	146,926	159,234
YoY(%)	14.2	11.4	10.1	8.4	8.4
净利润(百万元)	8,705	9,431	10,975	13,027	15,022
YoY(%)	23.0	8.3	16.4	18.7	15.3
毛利率(%)	30.9	32.5	33.2	34.1	34.7
EPS(摊薄/元)	1.36	1.47	1.72	2.04	2.35
ROE(%)	17.9	17.2	18.8	19.8	20.1
P/E(倍)	20.2	18.6	16.0	13.5	11.7
P/B(倍)	3.7	3.5	3.2	2.8	2.5
净利率(%)	7.9	7.7	8.1	8.9	9.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	50155	61463	74730	98053	113823
现金	31742	33853	51536	67835	87644
应收票据及应收账款	2107	3250	2648	3743	3183
预付账款	1520	1834	1858	2142	2193
存货	8917	14836	11039	16613	13122
其他流动资产	5868	7690	7649	7720	7681
非流动资产	51807	69502	71216	72457	73512
长期投资	4210	4563	5073	5583	6092
固定资产	31156	35511	36103	36219	36331
无形资产	1609	4648	5238	5927	6613
其他非流动资产	14833	24780	24802	24728	24476
资产总计	101962	130965	145947	170511	187335
流动负债	43296	62170	65219	67830	69989
短期借款	12596	26799	26799	26799	26799
应付票据及应付账款	14062	16807	16820	19116	19525
其他流动负债	16638	18563	21600	21915	23664
非流动负债	9875	14653	12210	9709	7172
长期借款	8568	12781	10338	7837	5300
其他非流动负债	1307	1872	1872	1872	1872
负债合计	53171	76822	77429	77539	77161
少数股东权益	1083	3875	3865	3843	3799
股本	6400	6399	6399	6399	6399
资本公积	14269	14235	14235	14235	14235
留存收益	27498	30787	33998	37824	42226
归属母公司股东权益	47708	50268	64652	89129	106375
负债和股东权益	101962	130965	145947	170511	187335

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	15528	13420	15556	13985	18233
净利润	8732	9318	10965	13004	14979
折旧摊销	3288	3887	3570	3953	4335
财务费用	-29	-255	-463	-1160	-1890
投资损失	-461	-244	-263	-253	-258
营运资金变动	2180	-2013	1864	-1434	1181
其他经营现金流	1818	2727	1884	1875	1886
投资活动现金流	-7797	-19514	-4906	-4815	-5017
筹资活动现金流	11945	8781	7032	7129	6594
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.47	1.72	2.04	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	2.43	2.10	2.43	2.19	2.85
每股净资产(最新摊薄)	7.46	7.86	8.53	9.66	11.07

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	110595	123171	135591	146926	159234
营业成本	76417	83119	90545	96762	104048
营业税金及附加	664	742	817	885	1115
营业费用	19315	22908	26034	28944	31687
管理费用	4227	5343	6102	6612	7166
研发费用	601	822	904	980	1062
财务费用	-29	-255	-463	-1160	-1890
资产减值损失	-536	-930	-648	-755	-888
公允价值变动收益	121	94	116	125	114
投资净收益	461	244	263	253	258
营业利润	10230	10860	12681	15036	17305
营业外收入	58	61	61	61	61
营业外支出	176	291	233	262	248
利润总额	10112	10630	12508	14835	17119
所得税	1380	1312	1544	1831	2140
税后利润	8732	9318	10965	13004	14979
少数股东损益	27	-113	-10	-23	-44
归属母公司净利润	8705	9431	10975	13027	15022
EBITDA	13777	15969	16803	18922	20962

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	14.2	11.4	10.1	8.4	8.4
营业利润(%)	19.5	6.2	16.8	18.6	15.1
归属于母公司净利润(%)	23.0	8.3	16.4	18.7	15.3
获利能力					
毛利率(%)	30.9	32.5	33.2	34.1	34.7
净利率(%)	7.9	7.7	8.1	8.9	9.4
ROE(%)	17.9	17.2	18.8	19.8	20.1
ROIC(%)	12.9	11.5	12.2	13.1	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	52.1	58.7	53.1	45.5	41.2
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.4	1.6
速动比率	0.8	0.6	0.8	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	57.2	46.0	46.0	46.0	46.0
应付账款周转率	5.9	5.4	5.4	5.4	5.4
估值比率					
P/E	20.2	18.6	16.0	13.5	11.7
P/B	3.7	3.5	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	12.2	11.7	10.0	7.9	6.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

