

# 伊利股份 (600887.SH) 买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 稳中求进，静待经营持续改善

### 事件

4月27日，公司发布22全年和23年一季度业绩，22年实现营业收入1231.7亿元，同比+11.4%；归母净利润94.3亿元，同比+8.3%。23Q1实现营业收入334.4亿元，同比+7.7%；归母净利润36.2亿元，同比+2.7%。

### 点评内容

**22年奶粉、奶酪、冷饮高增拉动，23Q1内生表现待修复。**剔除澳优并表影响，23Q1内生预计小个位数。分产品，22年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品同比分别+0.0%/+62.0%/+33.6%/+116.5%；23Q1液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品同比分别-2.6%/+37.9%/+35.7%/+70.9%。液奶赛道本身偏成熟，需求偏弱表现总体平稳；奶粉及奶制品高增，22年和23Q1均有澳优并表带来增量，据尼尔森数据，22年婴幼儿配方奶粉/成人奶粉/奶酪业务市场零售份额提升5%/1.1%/3.5%；冷饮业务景气度高，公司已持续28年稳居龙头。

**23Q1费率稳健，毛利承压，盈利能力待释放。**22年毛利率/净利率为32.5%/7.6%，同比+1.6/-0.3pct，毛利率主要系产品结构改善，奶粉及奶制品和冷饮产品毛利率相对更高。23Q1毛利率/净利率为34.0%/10.8%，同比-0.7/-0.5pct，产品结构改善不明显，渠道反馈液奶内部金典和安慕希表现相对较弱，以纯奶拉动为主。22年销售费用率18.6%，同比+1.1pct；23Q1销售费用率17.1%，同比-1.1pct，费用使用效率在23Q1出现提升。

**预计消费复苏虽迟但到，静待业绩改善。**乳制品偏可选属性，当下场景复苏主导，消费力滞后修复但预计趋势向好，液奶环比提速有望引领内生增长。利润端，需求回暖后带来销售费用的收缩空间，成本回落和产品结构优化带来毛利率改善空间，全年净利率提升逻辑仍有望兑现。饲料成本高企对奶价存在支撑，预计年内奶价下降温和、幅度有限，对于成本下行后行业的价格战不必过度担忧。

### 盈利预测、估值与评级

根据公司经营计划，23年营收目标1355亿元(+10%)，利润总额125亿元(+17.6%)。预计公司23-25年实现营收1358.0/1513.2/1659.1亿元，归母净利润111.0/130.9/151.9亿元，同比+17.7%/+17.9%/+16.0%，PE分别为16.0/13.6/11.7x，性价比凸显，维持“买入”评级。

### 风险提示

食品安全问题；行业竞争加剧；原奶价格上涨。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：林晨星

linchenxing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.80元

### 相关报告：

- 《Q3承压明显，Q4旺季有望环比改善-伊利三季报点评》，2022.10.28
- 《Q2液奶短期承压，奶粉实现逆势增长-伊利中报点评》，2022.8.31
- 《21年完美收官，抗风险力彰显-伊利21年报和22年一季度报点评》，2022.4.28



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110,595	123,171	135,798	151,318	165,915
营业收入增长率	14.15%	11.37%	10.25%	11.43%	9.65%
归母净利润(百万元)	8,705	9,431	11,100	13,091	15,190
归母净利润增长率	22.98%	8.34%	17.70%	17.93%	16.04%
摊薄每股收益(元)	1.360	1.474	1.735	2.046	2.374
每股经营性现金流净额	2.43	2.10	2.83	3.42	3.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.25%	18.76%	20.06%	21.25%	21.88%
P/E	30.48	21.03	16.03	13.59	11.71
P/B	5.56	3.95	3.21	2.89	2.56

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>96,886</b>	<b>110,595</b>	<b>123,171</b>	<b>135,798</b>	<b>151,318</b>	<b>165,915</b>
增长率	14.2%	11.4%	10.3%	11.4%	9.6%	
主营业务成本	-61,806	-76,417	-83,119	-90,717	-100,002	-108,653
%销售收入	63.8%	69.1%	67.5%	66.8%	66.1%	65.5%
毛利	35,080	34,178	40,052	45,081	51,317	57,261
%销售收入	36.2%	30.9%	32.5%	33.2%	33.9%	34.5%
营业税金及附加	-547	-664	-742	-815	-908	-995
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-21,538	-19,315	-22,908	-25,123	-27,843	-30,362
%销售收入	22.2%	17.5%	18.6%	18.5%	18.4%	18.3%
管理费用	-4,876	-4,227	-5,343	-5,839	-6,507	-7,134
%销售收入	5.0%	3.8%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用	-487	-601	-822	-815	-908	-995
%销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	7,633	9,372	10,238	12,489	15,152	17,773
%销售收入	7.9%	8.5%	8.3%	9.2%	10.0%	10.7%
财务费用	-188	29	255	-342	-260	-185
%销售收入	0.2%	0.0%	-0.2%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-327	-536	-930	-273	-179	-367
公允价值变动收益	171	121	94	100	100	100
投资收益	600	461	244	300	200	200
%税前利润	7.4%	4.6%	2.3%	2.4%	1.3%	1.1%
营业利润	8,558	10,230	10,860	12,954	15,693	18,182
营业利润率	8.8%	9.3%	8.8%	9.5%	10.4%	11.0%
营业外收支	-408	-118	-230	-200	-200	-200
税前利润	8,150	10,112	10,630	12,754	15,493	17,982
利润率	8.4%	9.1%	8.6%	9.4%	10.2%	10.8%
所得税	-1,051	-1,380	-1,312	-1,658	-2,014	-2,338
所得税率	12.9%	13.6%	12.3%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	7,099	8,732	9,318	11,096	13,478	15,644
少数股东损益	21	27	-113	-4	388	454
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>7,078</b>	<b>8,705</b>	<b>9,431</b>	<b>11,100</b>	<b>13,091</b>	<b>15,190</b>
净利率	7.3%	7.9%	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	7,099	8,732	9,318	11,096	13,478	15,644
少数股东损益	21	27	-113	-4	388	454
非现金支出	2,770	3,957	4,997	4,742	5,442	6,400
非经营收益	-189	284	917	2,762	1,815	1,867
营运资金变动	172	2,555	-1,813	-458	1,143	1,149
<b>经营活动现金净流</b>	<b>9,852</b>	<b>15,528</b>	<b>13,420</b>	<b>18,142</b>	<b>21,879</b>	<b>25,061</b>
资本开支	-6,500	-6,644	-5,950	-6,134	-13,220	-13,040
投资	-3,344	-1,364	-13,429	100	100	100
其他	801	211	-135	300	200	200
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-9,043</b>	<b>-7,797</b>	<b>-19,514</b>	<b>-5,734</b>	<b>-12,920</b>	<b>-12,740</b>
股权募资	248	12,255	166	123	200	300
债权募资	5,122	4,981	16,670	-2,099	906	260
其他	-5,416	-5,291	-8,055	-8,036	-8,934	-9,606
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-47</b>	<b>11,945</b>	<b>8,781</b>	<b>-10,011</b>	<b>-7,828</b>	<b>-9,047</b>
<b>现金净流量</b>	<b>367</b>	<b>19,647</b>	<b>2,108</b>	<b>2,396</b>	<b>1,131</b>	<b>3,274</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,695	31,742	33,853	36,161	37,227	40,454
应收款项	1,875	2,233	3,450	3,062	3,412	3,741
存货	7,545	8,917	14,836	13,396	14,617	15,554
其他流动资产	7,266	7,262	9,324	9,835	10,239	10,530
流动资产	28,381	50,155	61,463	62,454	65,495	70,279
%总资产	39.9%	49.2%	46.9%	47.1%	45.7%	45.3%
长期投资	7,318	9,171	9,601	9,601	9,601	9,601
固定资产	28,768	34,891	38,954	42,663	45,601	47,770
%总资产	40.4%	34.2%	29.7%	32.2%	31.8%	30.8%
无形资产	2,442	2,325	9,883	17,244	22,079	26,711
非流动资产	42,774	51,807	69,502	70,240	77,976	84,743
%总资产	60.1%	50.8%	53.1%	52.9%	54.3%	54.7%
<b>资产总计</b>	<b>71,154</b>	<b>101,962</b>	<b>130,965</b>	<b>132,694</b>	<b>143,471</b>	<b>155,022</b>
短期借款	7,780	13,264	27,782	26,043	26,949	27,209
应付款项	14,772	17,576	19,961	21,526	23,736	25,795
其他流动负债	12,216	12,455	14,427	12,230	13,317	14,330
流动负债	34,768	43,296	62,170	59,800	64,002	67,334
长期贷款	1,375	5,380	9,298	9,298	9,298	9,298
其他长期负债	4,478	4,495	5,354	4,377	4,312	4,266
负债	40,622	53,171	76,822	73,475	77,613	80,898
<b>普通股股东权益</b>	<b>30,384</b>	<b>47,708</b>	<b>50,268</b>	<b>55,348</b>	<b>61,599</b>	<b>69,410</b>
其中：股本	6,083	6,400	6,399	6,399	6,399	6,399
未分配利润	20,493	24,298	27,587	32,543	38,595	46,105
少数股东权益	149	1,083	3,875	3,871	4,259	4,713
<b>负债股东权益合计</b>	<b>71,154</b>	<b>101,962</b>	<b>130,965</b>	<b>132,694</b>	<b>143,471</b>	<b>155,022</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.164	1.360	1.474	1.735	2.046	2.374
每股净资产	4.995	7.454	7.855	8.650	9.627	10.847
每股经营现金净流	1.620	2.426	2.097	2.835	3.419	3.916
每股股利	0.700	0.810	0.820	0.960	1.100	1.200
<b>回报率</b>						
净资产收益率	23.30%	18.25%	18.76%	20.06%	21.25%	21.88%
总资产收益率	9.95%	8.54%	7.20%	8.37%	9.12%	9.80%
投入资本收益率	15.14%	11.40%	9.38%	11.03%	12.43%	13.49%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	7.38%	14.15%	11.37%	10.25%	11.43%	9.65%
EBIT增长率	3.08%	22.79%	9.24%	21.99%	21.31%	17.30%
净利润增长率	2.08%	22.98%	8.34%	17.70%	17.93%	16.04%
总资产增长率	17.69%	43.30%	28.44%	1.32%	8.12%	8.05%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	6.1	5.9	7.5	7.0	7.0	7.0
存货周转天数	45.1	39.3	52.2	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	64.6	59.8	65.0	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	87.9	102.8	105.2	102.7	96.9	90.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	2.74%	-20.51%	12.19%	4.31%	3.63%	-0.77%
EBIT利息保障倍数	40.6	-321.4	-40.2	36.5	58.2	96.1
资产负债率	57.09%	52.15%	58.66%	55.37%	54.10%	52.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-30	买入	42.08	N/A
2	2021-08-31	买入	33.13	N/A
3	2021-10-29	买入	40.76	N/A
4	2021-12-09	买入	41.09	N/A
5	2022-03-11	买入	36.75	N/A
6	2022-04-28	买入	39.00	N/A
7	2022-08-31	买入	36.13	N/A
8	2022-10-28	买入	28.76	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

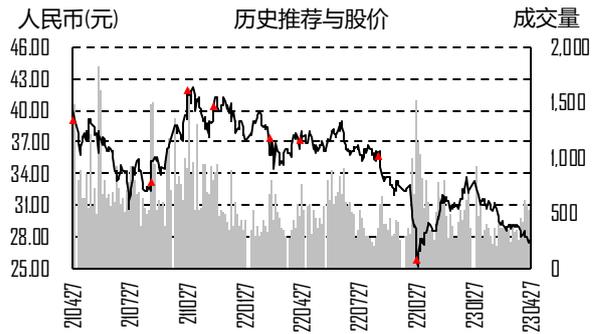
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402