

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

伊利股份 (600887)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师
执业编号: S1500520110001
联系电话: 13392190215
邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

业绩持续提升，关注布局良机

2023年4月30日

事件：伊利发布 2022 年报及 2023 一季报。2022 年，公司收入 1232 亿元，同比+11.37%，归母净利润 94.31 亿元，同比+8.34%。其中，22Q4 营收 293 亿元，同比+14.54%，归母净利润 13.70 亿元，同比+80.10%。23Q1，公司营收 334 亿元，同比+7.71%，归母净利润 36.15 亿元，同比+2.73%。

点评：

- **2022 年收入利润再创新高，23Q1 延续升势。**面对 2022 年疫情带来的不利影响，公司迎难而上，在收入端取得同比 11.37% 的增幅，剔除澳优后，内生增长约 6%，继续稳居亚洲乳业首位。分产品看，液体乳受疫情影响，营收同比+0.02%；奶粉及奶制品业务在婴配粉行业整体下滑的背景下逆势而上，收获同比 62.0% 的营收增幅，剔除澳优后，内生增速超过 20%。冷饮业务持续领跑行业，营收同比增幅达 33.6%。利润端上，2022 年公司实现归母净利润 94.31 亿元，同比+8.34%。其中，22Q4 在春节备货提前的积极影响下，公司营收同比+14.54%，归母净利润实现同比+80.10% 的大幅增长。23Q1，在疫情政策调整后消费力恢复偏慢及去年同期高基数的背景下，公司仍然实现同比+7.71% 的营收增长和同比+2.73% 的利润增长，延续去年的升势。分产品看，23Q1 液体乳营收同比-2.6%，但环比已呈回升趋势；奶粉及奶制品受澳优并表及自身增长影响，营收同比+37.9%；冷饮业务维持去年高增速，同比+35.7%。
- **22 年毛利率进一步提升，内生净利润率略升，23Q1 内生净利润率持平。**2022 年，公司整体毛利率在产品结构优化和控制促销力度的影响下，提升至 32.26%，同比+1.64pct。其中，液体乳毛利率达 29.11%，同比+0.78pct；奶粉及奶制品毛利率达 41.06%，同比+1.84pct；冷饮产品毛利率达 38.48%，同比-1.79pct。费用端看，2022 年公司提升费用使用效率，全年销售费用率达 18.6%，同比+1.1pct，剔除澳优后，同比+0.7pct，主要系液态奶事业部销售规模受疫情影响所致。管理费用率/财务费用率/研发费用率表现平稳，同比分别+0.52pct/+0.13pct/-0.18pct。综合来看，22 年公司净利润率达 7.59%，同比-0.34pct，但剔除澳优后，内生净利润率提升约 10bp。23Q1，公司毛利率同比略有下降，达 33.77%，但积极控制费用支出，销售费用率达 17.1%，同比-1.08pct。剔除澳优后，实现内生净利润率基本持平。
- **经营百花齐放，结构更为均衡。**一方面，公司 22 年在多个品项上表现亮眼。液态奶方面，液态奶零售额市占率 33.4%，金典有机稳居行业第一，安慕希市占率同比提升 0.6pct，市场份额超 65%，其中安慕希新品销售超 25 亿；奶粉及奶制品方面，根据尼尔森数据，22 年公司

婴配粉零售端市占率达 12.4%，增速在行业中最快，而内生市占率提升 1.7pct，达 9%。儿童粉同样表现不俗，QQ 星实现翻倍以上营收增长。成人粉则牢牢把握行业第一的位置，市占率超 25%。奶酪方面，22 年奶酪 to C 业务市占率提升 3.5pct，目前已位居行业第二。另一方面，由于奶粉及冷饮业务的高速增长，公司产品结构已朝更为平衡的方向迈进。

- **展望未来：2023 目标积极，中期目标坚定。** 伴随疫情影响的逐步减弱，消费品市场有望迎来逐步复苏。在此背景下，公司今年的经营目标积极，预计将实现 1355 亿收入，同比+10.1%；实现 125 亿利润总额，同比+17.6%。具体到利润表分项，公司预计全年毛利率有望维持稳定，销售费用率有望下降，从而使得利润率有望持续提升。此外，公司重申 2025 年中期目标（进入世界乳业前三，利润率提升至 9%以上）未变。
- **盈利预测与投资评级：业绩有望持续提升，关注底部机遇。** 一方面，公司去年业绩受疫情影响，去年二季度起逐步走弱；另一方面，今年消费力的恢复节奏偏慢，我们预计有望呈现环比提升的趋势。此外，今年奶价的走弱预期和公司控制费用的预期均有利于业绩的释放。我们预计 2023-2025 年 EPS 为 1.70/1.98/2.32 元，对应 2023-2025 年 17X/15X/13X PE，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧**

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	110,595	123,171	135,851	150,004	165,631
增长率 YoY %	14.2%	11.4%	10.3%	10.4%	10.4%
归属母公司净利润 (百万元)	8,705	9,431	10,854	12,654	14,825
增长率 YoY%	23.0%	8.3%	15.1%	16.6%	17.1%
毛利率%	30.9%	32.5%	32.6%	33.3%	33.5%
净资产收益率 ROE%	18.2%	18.8%	17.8%	17.2%	16.7%
EPS(摊薄)(元)	1.43	1.48	1.70	1.98	2.32
市盈率 P/E(倍)	28.99	20.95	17.43	14.95	12.76
市净率 P/B(倍)	5.56	3.95	3.09	2.56	2.13

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	50,155	61,463	83,443	90,411	103,986	
货币资金	31,742	33,853	60,397	65,887	77,746	
应收票据	148	162	186	205	227	
应收账款	1,959	3,088	2,233	2,466	2,723	
预付账款	1,520	1,834	1,830	2,002	2,203	
存货	8,917	14,836	11,158	12,197	13,416	
其他	5,868	7,690	7,639	7,654	7,672	
非流动资产	51,807	69,502	74,744	84,707	90,818	
长期股权投资	4,210	4,563	5,563	10,942	11,942	
固定资产	29,379	33,735	38,465	43,439	48,647	
无形资产	1,609	4,648	4,748	4,848	4,948	
其他	16,610	26,556	25,968	25,478	25,282	
资产总计	101,962	130,965	158,187	175,117	194,804	
流动负债	43,296	62,170	77,604	80,941	84,858	
短期借款	12,596	26,799	40,000	40,000	40,000	
应付票据	402	881	384	420	462	
应付账款	13,660	15,926	16,799	18,371	20,219	
其他	16,638	18,563	20,421	22,150	24,177	
非流动负债	9,875	14,653	15,553	16,453	17,353	
长期借款	5,380	9,298	10,198	11,098	11,998	
其他	4,495	5,354	5,354	5,354	5,354	
负债合计	53,171	76,822	93,157	97,393	102,211	
少数股东权益	1,083	3,875	3,909	3,948	3,993	
归属母公司	47,708	50,268	61,121	73,776	88,600	
负债和股东权益	101,962	130,965	158,187	175,117	194,804	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	110,595	123,171	135,851	150,004	165,631	
同比	14.2%	11.4%	10.3%	10.4%	10.4%	
归属母公司净利润	8,705	9,431	10,854	12,654	14,825	
同比	23.0%	8.3%	15.1%	16.6%	17.1%	
毛利率(%)	30.9%	32.5%	32.6%	33.3%	33.5%	
ROE%	18.2%	18.8%	17.8%	17.2%	16.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.43	1.48	1.70	1.98	2.32	
P/E	28.99	20.95	17.43	14.95	12.76	
P/B	5.56	3.95	3.09	2.56	2.13	
EV/EBITDA	19.26	14.13	12.09	10.23	8.33	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	110,595	123,171	135,851	150,004	165,631	
营业成本	76,417	83,119	91,518	100,080	110,149	
营业税金及附加	664	742	815	900	994	
销售费用	19,315	22,908	24,589	27,451	29,814	
管理费用	4,227	5,343	6,113	6,750	7,453	
研发费用	601	822	910	1,005	1,110	
财务费用	-29	-255	146	91	-25	
减值损失合计	-427	-792	-115	-132	-154	
投资净收益	461	244	326	360	398	
其他	795	916	1,019	1,125	1,242	
营业利润	10,230	10,860	12,989	15,081	17,622	
营业外收支	-118	-230	-270	-251	-251	
利润总额	10,112	10,630	12,719	14,829	17,371	
所得税	1,380	1,312	1,832	2,135	2,501	
净利润	8,732	9,318	10,887	12,694	14,869	
少数股东损益	27	-113	34	39	45	
归属母公司净利	8,705	9,431	10,854	12,654	14,825	
EBITDA	13,283	14,540	15,200	17,506	20,199	
EPS(当年)(元)	1.43	1.48	1.70	1.98	2.32	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	15,528	13,420	20,851	18,025	20,814	
净利润	8,732	9,318	10,887	12,694	14,869	
折旧摊销	3,421	4,068	2,368	2,626	2,898	
财务费用	826	1,377	863	965	1,001	
投资损失	-461	-244	-326	-360	-398	
营运资金变动	2,555	-1,813	6,673	1,717	2,037	
其它	455	714	385	383	405	
投资活动现金流	-7,797	-19,514	-7,544	-12,470	-8,854	
资本支出	-6,644	-5,950	-6,870	-7,451	-8,251	
长期投资	-1,364	-13,429	-1,000	-5,379	-1,000	
其他	211	-135	326	360	398	
筹资活动现金流	11,945	8,781	13,237	-65	-101	
吸收投资	12,255	166	0	0	0	
借款	126,938	245,566	14,101	900	900	
支付利息或股息	-5,693	-7,500	-863	-965	-1,001	
现金流净增加额	19,647	2,108	26,544	5,490	11,859	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com

华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。