

# 伊利股份 (600887.SH) 多业务发展, 盈利能力提升可期

2023年04月29日

——公司信息更新报告

**投资评级: 买入 (维持)**
**张宇光 (分析师)**
**叶松霖 (分析师)**

zhangyuguang@kysec.cn

yesonglin@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060001

日期	2023/4/28
当前股价(元)	29.56
一年最高最低(元)	39.50/24.51
总市值(亿元)	1,891.52
流通市值(亿元)	1,864.64
总股本(亿股)	63.99
流通股本(亿股)	63.08
近3个月换手率(%)	37.89

### ● 多业务布局, 盈利能力可提升, 维持“买入”评级

公司2022Q4营收293.1亿元, 同比增14.54%; 归母净利润13.7亿元, 同比增80.1%。2023Q1营收334.41亿元, 同比增7.71%; 归母净利润36.15亿元, 同比增2.73%。根据公司2023年战略目标, 我们下调2023-2024年盈利预测, 预计2023-2024年归母净利润为109.6、127.7亿元(前次113.5、136亿元), 并新增2025年盈利预测149.1亿元, EPS为1.71、2.00、2.33元, 当前股价对应PE为17.3、14.8、12.7倍。公司多业务布局, 长期看盈利能力可稳步提升, 维持“买入”评级。

### ● 春节提前, 2022Q1基数较高下, 液奶业务表现平淡

2023Q1公司液态奶、奶粉、冷饮业务分别同比-2.58%/+37%/36%。液奶收入下滑, 主因:(1)2023年春节较早, 部分渠道备货提前至2022Q4;(2)2022Q1液奶基数较高。展望全年, 伊利股份液态奶业务稳步增长, 积极开拓奶粉、奶酪等新业务, 多业务布局下预计全年可完成1355亿元的目标。

### ● 2023Q1公司净利率下降主因毛利率下降、管理费率提升

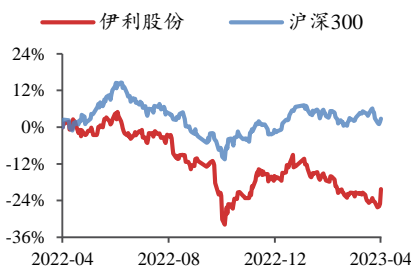
2023Q1归母净利率同比降0.5pct至10.8%。2023Q1毛利率降0.7pct至34%, 主因:(1)春节较早, 2022Q4提前备货, 影响2023Q1产品结构;(2)虽然原奶成本同比下降, 但其他原材料上涨, 互为抵消。管理费率同比增0.9pct至4.2%, 主因澳优并表影响。展望2023年, 预计毛利率较为稳定:(1)原奶价格稳中略降, 但其他成本价格上行;(2)龙头重视利润, 预计行业竞争仍较为理性;(3)业务结构持续优化, 高毛利业务占比提升。规模效应逐渐显现下预计费率可下降, 预计公司可达成125亿元的利润总额目标。

### ● 多业务布局, 新业务高增

根据尼尔森零研数据, 公司液态奶、成人奶粉市占率分别为33.4%、25.3%, 均为细分市场第一。新业务上, 有机乳品、乳及植物基营养品、奶酪、天然矿泉水等高增长业务同比增长超20%。液奶领先优势稳固、奶粉及奶酪等潜力业务快速增长, 多业务战略下公司中长期仍可稳步增长。

### ● 风险提示: 宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

## 股价走势图



数据来源: 聚源

## 相关研究报告

- 《疫情及费用投放扰动, 业绩短期承压—公司信息更新报告》-2022.10.28
- 《疫情影响液奶短期承压, 龙头领先优势稳固—公司信息更新报告》-2022.9.2
- 《业绩超预期, 实现开门红—公司信息更新报告》-2022.4.28

## 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110,144	122,698	135,473	147,931	160,911
YOY(%)	14.1	11.4	10.4	9.2	8.8
归母净利润(百万元)	8,705	9,431	10,963	12,771	14,909
YOY(%)	23.0	8.3	16.2	16.5	16.7
毛利率(%)	30.6	32.3	32.7	33.0	33.3
净利率(%)	7.9	7.7	8.1	8.6	9.3
ROE(%)	17.9	17.2	18.7	19.8	20.4
EPS(摊薄/元)	1.36	1.47	1.71	2.00	2.33
P/E(倍)	21.7	20.1	17.3	14.8	12.7
P/B(倍)	4.0	3.8	3.5	3.1	2.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	50155	61463	64389	68755	74637
现金	31742	33853	40968	37975	47929
应收票据及应收账款	2107	3250	2665	3794	3232
其他应收款	126	200	160	233	194
预付账款	1520	1834	1869	2174	2224
存货	8917	14836	11237	17088	13568
其他流动资产	5742	7490	7490	7490	7490
<b>非流动资产</b>	51807	69502	71328	72895	74125
长期投资	4210	4563	5073	5583	6092
固定资产	31156	35511	36200	36601	36874
无形资产	1609	4648	5238	5927	6613
其他非流动资产	14833	24780	24817	24784	24546
<b>资产总计</b>	101962	130965	135718	141650	148763
<b>流动负债</b>	43296	62170	65056	67363	68792
短期借款	12596	26799	26799	26799	26799
应付票据及应付账款	14062	16807	17077	19733	20106
其他流动负债	16638	18563	21180	20830	21887
<b>非流动负债</b>	9875	14653	12221	9754	7227
长期借款	8568	12781	10349	7881	5355
其他非流动负债	1307	1872	1872	1872	1872
<b>负债合计</b>	53171	76822	77277	77117	76019
少数股东权益	1083	3875	3865	3843	3800
股本	6400	6399	6399	6399	6399
资本公积	14269	14235	14235	14235	14235
留存收益	27498	30787	33995	37745	42114
<b>归属母公司股东权益</b>	47708	50268	54575	60691	68944
负债和股东权益	101962	130965	135718	141650	148763

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	15528	13420	19863	11133	23787
净利润	8732	9318	10953	12748	14865
折旧摊销	3288	3887	3575	3975	4379
财务费用	-29	-255	188	-185	-612
投资损失	-461	-244	-244	-244	-244
营运资金变动	2180	-2013	5471	-5081	5478
其他经营现金流	1818	2727	-78	-81	-79
<b>投资活动现金流</b>	-7797	-19514	-5079	-5218	-5286
资本支出	6683	6646	1317	1057	720
长期投资	-845	-6286	-510	-510	-510
其他投资现金流	-1960	-19154	-4272	-4670	-5076
<b>筹资活动现金流</b>	11945	8781	-7670	-8908	-8547
短期借款	5640	14203	0	0	0
长期借款	3431	4212	-2432	-2467	-2527
普通股增加	318	-1	0	0	0
资本公积增加	12851	-33	0	0	0
其他筹资现金流	-10294	-9600	-5238	-6441	-6021
<b>现金净增加额</b>	19647	2108	7114	-2993	9954

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	110144	122698	135473	147931	160911
营业成本	76417	83119	91238	99118	107274
营业税金及附加	664	742	819	894	973
营业费用	19315	22908	25239	27515	29849
管理费用	4227	5343	5866	6391	6839
研发费用	601	822	948	1139	1239
财务费用	-29	-255	188	-185	-612
资产减值损失	-427	-792	-560	-665	-763
其他收益	809	964	817	863	881
公允价值变动收益	121	94	94	94	94
投资净收益	461	244	244	244	244
资产处置收益	-26	-5	-16	-13	-15
<b>营业利润</b>	10230	10860	12875	14912	17317
营业外收入	58	61	49	54	56
营业外支出	176	291	260	296	256
<b>利润总额</b>	10112	10630	12664	14670	17117
所得税	1380	1312	1712	1922	2251
<b>净利润</b>	8732	9318	10953	12748	14865
少数股东损益	27	-113	-10	-22	-43
<b>归属母公司净利润</b>	8705	9431	10963	12771	14909
EBITDA	13777	15969	17122	19386	22050
EPS(元)	1.36	1.47	1.71	2.00	2.33

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.1	11.4	10.4	9.2	8.8
营业利润(%)	19.5	6.2	18.6	15.8	16.1
归属于母公司净利润(%)	23.0	8.3	16.2	16.5	16.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	30.6	32.3	32.7	33.0	33.3
净利率(%)	7.9	7.7	8.1	8.6	9.3
ROE(%)	17.9	17.2	18.7	19.8	20.4
ROIC(%)	12.9	11.5	12.3	13.5	14.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	52.1	58.7	56.9	54.4	51.1
净负债比率(%)	-18.4	14.0	-0.6	0.3	-16.9
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.1	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	57.0	45.8	45.8	45.8	45.8
应付账款周转率	5.9	5.4	5.4	5.4	5.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.47	1.71	2.00	2.33
每股经营现金流(最新摊薄)	2.43	2.10	3.10	1.74	3.72
每股净资产(最新摊薄)	7.46	7.86	8.53	9.48	10.77
<b>估值比率</b>					
P/E	21.7	20.1	17.3	14.8	12.7
P/B	4.0	3.8	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	13.2	12.6	11.3	10.0	8.2

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn