

# 伊利股份 (600887)

## 2022 年报&23 年一季报点评: 22 年稳健收官, 23 年盈利能力有望提升

买入 (维持)

2023 年 05 月 04 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书: S0600522090007

liyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	123,171	135,531	148,261	161,669
同比	11%	10%	9%	9%
归属母公司净利润 (百万元)	9,431	11,018	12,840	14,921
同比	8%	17%	17%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.47	1.72	2.01	2.33
P/E (现价&最新股本摊薄)	20.25	17.34	14.88	12.80

关键词: #业绩超预期

### 投资要点

- **公司发布 22 年报和 23 年一季报, 业绩超预期:** 2022 年公司营业总收入 1231.7 亿元, 同比+11%; 归母净利润 94.3 亿元, 同比+8.3%。22Q4 公司营业收入 293 亿元, 同比+14.5%; 归母净利润 13.7 亿元, 同比+80%; 扣非归母净利润 10 亿元, 同比+153%。23Q1 公司营业总收入 334 亿元, 同比+7.7%; 归母净利润 36.2 亿元, 同比+2.7%; 扣非归母净利润 33.2 亿元, 同比+0.8%。
- **春节备货拉动业绩, 22 年稳健收官:** 22 年公司液奶/奶粉/冷饮收入同比+0.02%/+62%/+34%; 22Q4 液奶/奶粉/冷饮收入同比+3%/+66%/+72%。我们预计 22Q4 液奶加速主因 22 年 12 月春节备货高峰拉动, 预计 22 年公司奶粉内生增速超过 20%, 在行业下行期表现具备韧性。2022 年主营业务毛利率/销售费用率/归母净利率同比+1.68/+1.1/-0.2pct; 其中液奶/奶粉/冷饮毛利率分别同比+0.78/+1.84/-1.79pct。我们预计公司毛利率改善主因产品结构优化和控制促销力度; 销售费用率扩张或因年内澳优并表, 以及冬奥、世界杯等营销活动增加。
- **23 年平稳开局, 公司积极控费:** 23Q1 公司液体乳/奶粉/冷饮产品收入同比-2.6%/+38%/+36%, 公司液奶同比下滑或受春节错期和经济复苏较慢影响; 冷饮高增或因经销商旺季前加大备货力度。2023Q1 公司主营业务毛利率/销售费用率/归母净利率同比-0.7/-1.1/-0.52pct, 我们预计毛利率下降或因高毛利液奶产品增速慢于基础白等低毛利产品, 销售费用率下降或因公司积极控费, 有效缓解公司净利率下滑。
- **23 年公司目标稳健, 中长期发展规划有望推进:** 根据公司年报, 2023 年公司计划营业总收入 1355 亿元, 同比+10%, 利润总额 125 亿元, 同比+17.6%。我们认为随着消费力回升、礼赠等消费场景修复, 公司营收目标有望实现, 此外, 随着液奶等业务增速回升, 规模效应叠加积极控费下, 公司盈利能力有望回升, 公司净利率提升的中长期规划有望持续推进。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为公司积极控费, 全年目标有望实现, 但外部环境波动或影响公司复苏节奏, 因此下调公司 23-25 年收入预期至 1355/1483/1617 亿元(此前 23-24 年预期为 1370/1519 亿元), 同比+10%/9%/9%, 下调归母净利润预期至 110/128/149 亿元(此前 23-24 年预期为 114/132 亿元), 同比+17%/17%/16%, 对应 PE 分别为 17/15/13x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨; 竞争格局恶化超预期; 食品安全问题; 经济恢复情况不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	29.85
一年最低/最高价	24.51/39.50
市净率(倍)	3.57
流通 A 股市值(百万元)	188,293.47
总市值(百万元)	191,007.72

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.36
资产负债率(% ,LF)	60.90
总股本(百万股)	6,398.92
流通 A 股(百万股)	6,307.99

### 相关研究

《伊利股份(600887): 2022 年三季报点评: 需求疲软, 费用高企, 短期业绩承压, 静待改善》

2022-10-28

《伊利股份(600887): 2022H1 业绩点评: 龙头优势稳固, 内生增长符合预期》

2022-08-31

伊利股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>61,463</b>	<b>75,343</b>	<b>84,408</b>	<b>92,901</b>	<b>营业总收入</b>	<b>123,171</b>	<b>135,531</b>	<b>148,261</b>	<b>161,669</b>
货币资金及交易性金融资产	33,883	49,333	57,821	65,739	营业成本(含金融类)	83,119	91,265	99,063	107,330
经营性应收款项	5,084	4,760	5,088	5,416	税金及附加	742	817	894	975
存货	14,836	13,764	13,703	13,722	销售费用	22,908	23,772	26,302	28,680
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,343	6,150	6,728	7,336
其他流动资产	7,660	7,486	7,795	8,024	研发费用	822	1,011	957	841
<b>非流动资产</b>	<b>69,502</b>	<b>74,424</b>	<b>79,579</b>	<b>84,864</b>	财务费用	-255	106	-264	-399
长期股权投资	4,563	5,563	6,563	7,563	加:其他收益	964	837	825	899
固定资产及使用权资产	34,506	39,288	43,488	48,288	投资净收益	244	277	233	254
在建工程	3,443	2,582	2,537	1,902	公允价值变动	94	10	10	10
无形资产	4,648	4,678	4,708	4,738	减值损失	-930	-500	-500	-499
商誉	4,954	4,904	4,854	4,804	资产处置收益	-5	-28	-27	-32
长期待摊费用	281	161	41	41	<b>营业利润</b>	<b>10,860</b>	<b>13,006</b>	<b>15,122</b>	<b>17,539</b>
其他非流动资产	17,108	17,248	17,388	17,528	营业外净收支	-230	-210	-210	-210
<b>资产总计</b>	<b>130,965</b>	<b>149,767</b>	<b>163,987</b>	<b>177,764</b>	<b>利润总额</b>	<b>10,630</b>	<b>12,796</b>	<b>14,912</b>	<b>17,329</b>
<b>流动负债</b>	<b>62,170</b>	<b>66,206</b>	<b>70,343</b>	<b>73,092</b>	减:所得税	1,312	1,747	2,035	2,365
短期借款及一年内到期的非流动负债	27,782	31,782	33,782	35,782	<b>净利润</b>	<b>9,318</b>	<b>11,049</b>	<b>12,877</b>	<b>14,964</b>
经营性应付款项	16,807	16,150	17,421	17,163	减:少数股东损益	-113	32	37	43
合同负债	8,913	9,428	9,906	10,518	<b>归属母公司净利润</b>	<b>9,431</b>	<b>11,018</b>	<b>12,840</b>	<b>14,921</b>
其他流动负债	8,668	8,846	9,233	9,628	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.47	1.72	2.01	2.33
非流动负债	14,653	18,803	22,953	27,103	EBIT	10,473	13,403	15,193	17,456
长期借款	9,298	13,298	17,298	21,298	EBITDA	14,540	17,116	19,273	22,026
应付债券	3,482	3,582	3,682	3,782	毛利率(%)	32.26	32.66	33.18	33.61
租赁负债	324	374	424	474	归母净利率(%)	7.69	8.13	8.66	9.23
其他非流动负债	1,548	1,548	1,548	1,548	收入增长率(%)	11.37	10.03	9.39	9.04
<b>负债合计</b>	<b>76,822</b>	<b>85,009</b>	<b>93,296</b>	<b>100,194</b>	归母净利润增长率(%)	8.34	16.82	16.54	16.21
归属母公司股东权益	50,268	60,851	66,747	73,584					
少数股东权益	3,875	3,907	3,943	3,986					
<b>所有者权益合计</b>	<b>54,143</b>	<b>64,758</b>	<b>70,691</b>	<b>77,570</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>130,965</b>	<b>149,767</b>	<b>163,987</b>	<b>177,764</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	13,420	17,906	20,315	21,676	每股净资产(元)	7.86	9.51	10.43	11.50
投资活动现金流	-19,514	-8,691	-9,334	-9,938	最新发行在外股份(百万股)	6,399	6,399	6,399	6,399
筹资活动现金流	8,781	6,234	-2,492	-3,820	ROIC(%)	11.06	11.08	10.95	11.39
现金净增加额	2,108	15,449	8,488	7,918	ROE-摊薄(%)	18.76	18.11	19.24	20.28
折旧和摊销	4,068	3,713	4,080	4,570	资产负债率(%)	58.66	56.76	56.89	56.36
资本开支	-5,950	-7,888	-8,487	-8,992	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.25	17.34	14.88	12.80
营运资本变动	-1,813	1,300	1,255	-131	P/B(现价)	3.80	3.14	2.86	2.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

