

2023年05月14日

Q1 利润超预期，预计全年逐季度业绩环比提升

伊利股份(600887)

评级:	买入	股票代码:	600887
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	39.14/24.51
目标价格:		总市值(亿)	1,904.96
最新收盘价:	29.77	自由流通市值(亿)	1,877.89
		自由流通股数(百万)	6,307.99

事件概述

公司发布 22 年年报和 23 年一季报，2022 年实现营业收入 1231.7 亿元，同比+11.4%，实现归母净利润 94.3 亿元，同比+8.3%；22Q4 实现营业收入 293.1 亿元，同比+14.5%，实现归母净利润 13.7 亿元，同比+80.1%；23Q1 实现营业收入 334.4 亿元，同比+7.7%，实现归母净利润 36.2 亿元，同比+2.7%。22 年收入利润超过市场预期；23Q1 收入符合市场预期，利润超过市场预期。

分析判断:

► 22 年收入利润稳定增长

分产品来看，22Q4 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮收入分别 208.2/75.3/3.7 亿元，分别同比+3.1%/+65.9%/+72.1%。我们预计 22 年 12 月疫情防控放开叠加 23 年春节较早渠道提前备货带动液态奶稳定增长，全年维度来看“金典”、“安慕希”品牌仍然引领公司液态奶业务增长；奶粉及奶制品高增我们判断主因澳优并表贡献；冷饮业务通过产品创新、优化产品结构、线上+实体店业务模式等方面的拓展实现了高增。

22Q4 整体毛利率 31.2%，同比+21.1pct，同比 20Q4 -1.7pct，我们认为一方面原奶成本下降贡献，另一方面毛利较高的奶粉及奶制品和冰淇淋业务收入占比提高拉动毛利率有所恢复。销售/管理费用率分别 19.0%/5.1%，分别同比-0.8/+0.3pct，销售费用率下降我们认为主因 21Q4 冬奥会提升费用投放基数较高导致，管理费用率提升我们认为主因公司销售人员同比+15.2%导致。联营企业的收益导致公司投资收益-47.1%，应收款项预期信用损失导致亏损 1.37 元，计提存货跌价准备及泰国冰淇淋公司商誉减值增加导致亏损 7.92 亿元共同拖累公司利润。综上，22Q4 净利率 4.3%，同比+1.3pct，主因毛利增加和费用减少拉动，实现收入利润稳定增长。

► 23Q1 收入符合预期，短期结构扰动但需求仍在恢复

23Q1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品的收入分别 217.4/74.4/37.9 亿元，分别同比-2.6%/+37.9%/+35.7%。我们认为备货前置&疫情后自饮/送礼场景切换扰动错位共同导致液态奶高基数下略有下降；奶粉及奶制品业务高增主因澳优并表，但我们判断剔除后内生增长仍有双位数水平；冰淇淋依旧高增。

23Q1 毛利率 33.8%，同比-0.7pct，我们预计主因一季度备货前置+消费场景切换错位导致结构弱化，与高基数共同作用导致毛利率微降，原奶成本下降应为贡献项。23Q1 销售费用率为 17.1%，同比-1.1pct，我们认为费用投放持续优化并且符合行业趋势，同蒙牛趋势；管理费用率 4.2%，同比+0.9pct，我们判断可能为澳优并表影响。联营企业和合营企业投资收益和资产减值损失仍对公司利润有拖累。综上，23Q1 净利率 10.8%，同比-0.5pct，我们认为整体在利润高基数下仅-0.5pct，超市场预期。

► 目标积极，中长期利润率提升趋势不变

根据年报中尼尔森零研数据，22 年公司婴幼儿配方奶粉市场零售额份额同比+5%、成人奶粉的市场零售额份额同比+1.1%、奶酪业务的终端市场零售额份额同比+3.5%。我们认为在乳制品行业增长承压下，公司作为

龙头企业仍具备内生增长提高市场份额的能力，并且在 23 年需求复苏背景下，公司有望充分释放内生增长动力，全年目标积极，坚持中长期利润率提升。2023 年公司计划实现营业总收入 1355 亿元，同比+10.0%，利润总额 125 亿元，同比+17.6%，我们判断 23Q2 及之后低基数下有望实现收入利润环比加速，预期向上。

投资建议

根据公司年报对 23 年的收入及利润总额目标下调一致预测，23-24 年营业收入由 1397/1542 亿元下调至 1355/1485 亿元，新增 25 年营业收入 1616 亿元；23-24 年归母净利由 114/133 亿元下调至 109/124 亿元，新增 25 年归母净利 140 亿元；23-24 年 EPS 由 1.79/2.08 元下调至 1.70/1.94 元，新增 25 年 EPS 2.19 元，2023 年 5 月 12 日收盘价 29.77 元对应估值分别 17/15/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示

经济下行导致需求减弱、经营管理风险、行业竞争加剧的风险、食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110,595	123,171	135,537	148,508	161,648
YoY (%)	14.2%	11.4%	10.0%	9.6%	8.8%
归母净利润(百万元)	8,705	9,431	10,887	12,445	14,016
YoY (%)	23.0%	8.3%	15.4%	14.3%	12.6%
毛利率 (%)	30.6%	32.3%	33.1%	33.5%	33.8%
每股收益 (元)	1.43	1.48	1.70	1.94	2.19
ROE	18.2%	18.8%	20.6%	21.9%	23.0%
市盈率	20.82	20.11	17.50	15.31	13.59

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	123,171	135,537	148,508	161,648	净利润	9,318	10,917	12,475	14,046
YoY (%)	11.4%	10.0%	9.6%	8.8%	折旧和摊销	4,068	6,664	7,555	8,398
营业成本	83,119	90,341	98,454	106,641	营运资金变动	-1,813	1,362	1,487	2,226
营业税金及附加	742	810	888	967	经营活动现金流	13,420	18,849	21,423	24,576
销售费用	22,908	24,973	27,372	29,803	资本开支	-5,950	-11,841	-12,649	-13,456
管理费用	5,343	5,669	6,066	6,605	投资	-13,429	-1,232	-740	-668
财务费用	-255	-108	-104	-97	投资活动现金流	-19,514	-12,698	-13,016	-13,750
研发费用	822	877	1,036	1,128	股权募资	166	-529	0	0
资产减值损失	-792	0	0	0	债务募资	16,670	4,046	4,080	4,069
投资收益	244	244	244	244	筹资活动现金流	8,781	-4,162	-4,559	-5,722
营业利润	10,860	12,669	14,490	16,294	现金净流量	2,108	1,989	3,849	5,104
营业外收支	-230	-150	-150	-150					
利润总额	10,630	12,519	14,340	16,144	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	1,312	1,602	1,864	2,099	成长能力				
净利润	9,318	10,917	12,475	14,046	营业收入增长率	11.4%	10.0%	9.6%	8.8%
归属于母公司净利润	9,431	10,887	12,445	14,016	净利润增长率	8.3%	15.4%	14.3%	12.6%
YoY (%)	8.3%	15.4%	14.3%	12.6%	盈利能力				
每股收益	1.48	1.70	1.94	2.19	毛利率	32.3%	33.1%	33.5%	33.8%
					净利率	7.7%	8.1%	8.4%	8.7%
					总资产收益率 ROA	7.2%	7.9%	8.5%	8.9%
					净资产收益率 ROE	18.8%	20.6%	21.9%	23.0%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	33,853	35,842	39,691	44,795	流动比率	0.99	1.00	1.03	1.07
预付款项	1,834	1,897	1,969	2,026	速动比率	0.60	0.63	0.68	0.74
存货	14,836	12,768	10,752	8,799	现金比率	0.54	0.57	0.62	0.69
其他流动资产	10,940	11,894	13,256	14,541	资产负债率	58.7%	58.8%	58.7%	58.6%
流动资产合计	61,463	62,401	65,669	70,161	经营效率				
长期股权投资	4,563	6,084	7,144	8,122	总资产周转率	1.05	1.00	1.04	1.06
固定资产	33,735	36,502	37,997	38,527	每股指标 (元)				
无形资产	4,648	6,247	7,867	9,963	每股收益	1.48	1.70	1.94	2.19
非流动资产合计	69,502	75,718	81,329	86,842	每股净资产	7.86	8.27	8.87	9.53
资产合计	130,965	138,120	146,997	157,003	每股经营现金流	2.10	2.95	3.35	3.84
短期借款	26,799	26,799	26,799	26,799	每股股利	1.04	1.20	1.35	1.53
应付账款及票据	16,807	17,322	17,739	18,756	估值分析				
其他流动负债	18,563	18,464	19,029	19,712	PE	20.11	17.50	15.31	13.59
流动负债合计	62,170	62,586	63,567	65,268	PB	3.95	3.60	3.36	3.12
长期借款	9,298	13,245	17,183	21,123		11.4%	10.0%	9.6%	8.8%
其他长期负债	5,354	5,437	5,559	5,668					
非流动负债合计	14,653	18,682	22,741	26,791					
负债合计	76,822	81,268	86,308	92,059					
股本	6,399	6,382	6,382	6,382					
少数股东权益	3,875	3,905	3,935	3,965					
股东权益合计	54,143	56,852	60,689	64,944					
负债和股东权益合计	130,965	138,120	146,997	157,003					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。