

2023年08月29日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

32

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2023/8/28)	26.82		
上证指数(2023/8/28)	3098.64		
股价 12 个月高/低	35.02/23.66		
总发行股数(百万)	6366.31		
A 股数(百万)	6275.52		
A 市值(亿元)	1683.09		
主要股东	香港中央结算有限公司 (15.83%)		
每股净值(元)	7.76		
股价/账面净值	3.45		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-6.4	-5.8	-23.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-04-28	27.80	买进

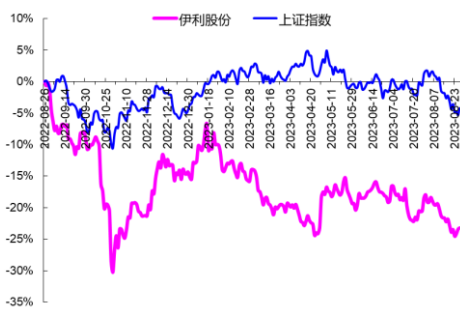
产品组合

液体乳	64.84%
奶粉及奶制品	20.67%
冷饮产品系列	14.00%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	17.9%
一般法人	26.0%

股价相对大盘走势



伊利股份(600887.SH)

BUY 买进

乳品弱复苏, 2Q 业绩短时承压

结论与建议:

业绩概要:

公告 H1 实现营业总收入 662 亿, 同比增 4.3%, 录得净利润 63 亿, 同比增 2.8%, 扣非后净利润 58 亿, 同比下降 1.6%; 2Q 实现营收 327.6 亿, 同比增 1.1%, 录得净利润 26.9 亿, 同比增 2.9%, 扣非后净利润 24.8 亿, 同比下降 4.5%。2Q 业绩低于我们预期。

点评:

- 受乳制品需求弱复苏影响, H1 公司业绩承压。上半年液体乳实现收入 424.2 亿, 同比下降 1.1%; 奶粉及奶制品业务实现收入 135.2 亿, 同比增 12% (含 2 个月澳优并表基期差影响); 冷饮实现收入 91.6 亿, 同比增 25.5%, 高基数上保持快速增长, 体现出公司在冷饮业务上的领先优势; 其他产品实现收入 3.2 亿, 同比增 55%。单季度看, 2Q 液体乳需求有所好转, 实现收入 206.8 亿, 同比略增 0.5%; 奶粉及奶制品实现收入 60.8 亿, 同比下降 8.9%, 主要由于出生率下降及配方注册制落地导致市场出清, 婴配粉市场竞争加大, 公司主动控货消化库存; 冷饮产品实现收入 53.6 亿, 同比增 19.2%; 其他产品收入 1.8 亿, 同比增 45%。
- H1 主营业务毛利率同比下降 0.34ppts 至 33.33% (综合毛利率下降 0.37ppts 至 33.37%), 主要由于春节错期对 Q1 产品结构变化造成影响, 其中, 液体乳毛利率同比上升 0.11ppts 至 30.1%; 奶粉及奶制品业务毛利率同比下降 2.73ppts 至 40.4%, 下降主要受毛利相对较低的成人奶粉增长较快, 以及成本略有上涨影响; 冷饮业务毛利率同比下降 0.61ppts 至 39.2%。2Q 毛利率已恢复平稳, 综合毛利率同比下降 0.1ppts 至 32.7%。
- 费用上, H1 费用投放效率提升, 期间综合费用率同比下降 0.4ppts 至 21.9%, 主要在于销售费用投放更为精准, 销售费用率同比下降 0.8ppts, 受利息支出增加影响, 财务费用率同比上升 0.1ppts。2Q 期间费用率同比下降 0.9ppts 至 22.2%, 主要系销售费用率及管理费用率分别同比下降 0.48ppts 和 0.54ppts 所致。
- 多年来, 公司持续推进大健康产业布局, 满足细分市场消费者需求。期内公司持续抓紧产品技术突破和创新研发, 完善数字化和新兴渠道布局, 稳步推进海外市场拓展 (报告期内收入同比增 19.9%), 在实现长远愿景的路上扎实迈进, 竞争实力亦不断得到强化, 长期向好趋势不变。
- 尽管上半年来看, 乳品消费动力不足, 但细分品类上, 高品质乳品需求保持增长, 当前成本压力温和, 伴随 H2 乳制品需求有望稳步复苏, 经营面压力或逐步减轻。略下调盈利预期, 预计 2023-2025 年将分别实现净利润 108 亿、124.4 亿, 141.4 亿, 分别同比增 14.6%、15.1%和 13.7%, EPS 分别为 1.70 元、1.95 元和 2.22 元, 当前股价对应 PE 分别为 16 倍、14 倍和 12 倍, 估值不高, 建议逢低布局, 维持“买进”。
- 风险提示: 终端动销不及预期, 成本增长超预期, 费用投入超预期

-----续下一页-----

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7078	8705	9431	10803	12436	14138
同比增减	%	2.08	22.98	8.34	14.55	15.11	13.68
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.16	1.43	1.48	1.70	1.95	2.22
同比增减	%	1.19	22.89	3.50	14.65	15.11	13.68
市盈率(P/E)	X	23.05	18.76	18.12	15.81	13.73	12.08
股利 (DPS)	RMB 元	0.82	0.96	1.04	1.19	1.37	1.57
股息率 (Yield)	%	3.06	3.58	3.88	4.43	5.11	5.84

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	96886	110595	123171	132371	146193	158951
经营成本	67453	76417	83119	88854	97607	105623
营业税金及附加	547	664	742	749	827	899
销售费用	16884	19315	22908	23861	26299	28475
管理费用	3883	4227	5343	5872	6485	7051
财务费用	188	-29	-255	-166	-184	-200
资产减值损失	-339	-427	-792	-565	-298	-170
投资收益	600	461	244	30	48	78
营业利润	8558	10230	10860	12366	14174	16096
营业外收入	49	58	61	159	79	79
营业外支出	457	176	291	101	-34	-124
利润总额	8150	10112	10630	12424	14287	16299
所得税	1051	1380	1312	1809	2078	2429
少数股东损益	21	27	-113	-188	-227	-267
归属于母公司所有者的净利润	7078	8705	9431	10803	12436	14138

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	11695	31742	33853	36501	40156	44924
应收账款	1616	1959	3088	3397	3737	4111
存货	7545	8917	14836	16023	17305	18689
流动资产合计	28381	50155	61463	66380	72355	79590
长期股权投资	2903	4210	4563	4791	5031	5282
固定资产	23343	29379	33735	36434	39531	43089
在建工程	5425	3736	3443	3098	2944	2855
非流动资产合计	42774	51807	69502	72977	75531	77420
资产总计	71154	101962	130965	139357	147886	157010
流动负债合计	34768	43296	62170	69770	73832	78328
非流动负债合计	5853	9875	14653	16118	16924	17432
负债合计	40622	53171	76822	85888	90755	95760
少数股东权益	149	1083	3875	3914	3953	3993
股东权益合计	30384	47708	50268	53470	57131	61250
负债及股东权益合计	71154	101962	130965	139357	147886	157010

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动产生的现金流量净额	9852	15528	13420	14561	16812	19074
投资活动产生的现金流量净额	-9043	-7797	-19514	-9266	-8772	-7948
筹资活动产生的现金流量净额	-47	11945	8781	-2647	-4386	-6358
现金及现金等价物净增加额	367	19647	2108	2647	3655	4769

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。