

乳制品

伊利股份（600887.SH）

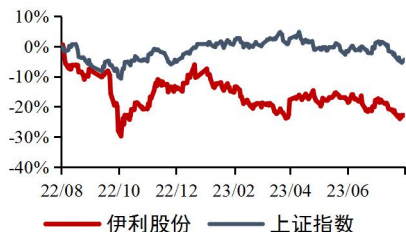
买入-A(维持)

上半年业绩符合预期，中长期配置价值凸显

2023年8月28日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月28日

收盘价(元):	26.82
年内最高/最低(元):	36.28/24.51
流通A股/总股本(亿):	62.76/63.66
流通A股市值(亿):	1,683.09
总市值(亿):	1,707.44

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益:	0.99
摊薄每股收益:	0.99
每股净资产(元):	8.40
净资产收益率:	11.80

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

事件描述

➢ **事件：**伊利股份发布 2023 年中报，23H1 公司实现营业总收入 661.97 亿元，同比增长 4.31%；归母净利润 63.05 亿元，同比增长 2.81%。其中 23Q2 实现营业总收入 327.57 亿元，同比增长 1.05%；归母净利润 26.90 亿元，同比增长 2.93%。

事件点评

➢ **上半年需求弱复苏，23Q2 液奶业务同比转正。**23H1/Q2 公司实现营收 661.97/327.57 亿元，同比+4.31%/+1.05%。23H1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品实现营收 424.23/135.21/91.58 亿元，同比-1.1%/+12.0%/+25.5%，单季度看，23Q2 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品实现营收 206.82/60.79/53.64 亿元，同比+0.5%/-8.9%/+19.2%，上半年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮收入占比分别为 64.3%/20.5%/13.9%，同比-3.6/+1.4/+2.3pct，上半年行业整体需求偏弱，尽管液奶业务 Q2 同比转正，但恢复进度不及预期；奶粉业务受成人粉业务支撑，表现优于行业，市占率显著提高；Q2 冷饮业务维持强劲增长，其中新品收入占比超 20%。预计伴随低基数背景&需求逐步复苏，公司有望于双节旺季加速追赶，经营逐季改善，下半年实现更优增长值得期待。

➢ **原奶成本略降&包材价格上涨，毛利率表现平稳。**23H1/Q2 公司毛利率分别为 33.37%/32.73%，同比-0.37/-0.07pct。费用方面，23H1 公司销售/管理费用率分别为 17.55%/4.01%，同比-0.79/+0.16pct，23H1 净利率为 9.52%，同比-0.14pct。23Q2 公司销售/管理费用率分别为 18.04%/3.83%，同比-0.48/-0.54pct，23Q2 净利率为 8.21%，同比+0.15pct。上半年原奶成本下降，但因包材成本上涨，加之新产能投产折旧摊销有所增加，综合之下毛利率表现平稳。23Q2 在公司坚决推动费投优化之下，净利率小幅提升。预计 23Q3 随着旺季来临，公司会通过精细化运营等方式管控成本，今年公司整体的费用可控。中长期看，公司金典安慕希等高端产品等高毛利产品占比持续提升，同时公司未来在婴配奶粉的市场份额也会逐步提升，高毛利的奶粉业务收入占比也将有望提升，从而整体优化公司毛利率水平。

➢ **下半年消费逐步恢复，力争实现全年稳健增长。**三季度为传统中秋旺季，Q3 白奶需求有望回升，同时常温酸奶伴随消费场景进一步打开，有望实现较好增速。我们预计下半年原奶成本处于稳中略降趋势，公司作为行业龙头，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



在行业弱复苏背景下，通过全面创新、多品类的平衡布局以及充分发挥其品牌和渠道优势，力争实现稳健增长。

投资建议

➤ 结合当前所处估值区间，公司中长期配置价值凸显。根据上半年消费弱复苏，液奶表现短期承压，我们略调整公司盈利预测：预计公司2023-2025年营业收入分别为1309.48/1447.52/1587.86亿元，同比增长6.3%/10.5%/9.7%。归母净利润103.14/121.33/136.46亿元，同比增长9.4%/17.6%/12.5%。对应EPS 1.62/1.91/2.14元，当前股价对应PE分别为17/14/13倍，维持“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 行业竞争加剧风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑；海外业务进展不及预期；食品安全问题。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110,595	123,171	130,948	144,752	158,786
YoY(%)	14.2	11.4	6.3	10.5	9.7
净利润(百万元)	8,705	9,431	10,314	12,133	13,646
YoY(%)	23.0	8.3	9.4	17.6	12.5
毛利率(%)	30.9	32.5	33.2	33.7	34.2
EPS(摊薄/元)	1.37	1.48	1.62	1.91	2.14
ROE(%)	17.9	17.2	17.8	18.9	19.0
P/E(倍)	19.6	18.1	16.6	14.1	12.5
P/B(倍)	3.6	3.4	3.2	2.8	2.5
净利率(%)	7.9	7.7	7.9	8.4	8.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	50155	61463	80201	105732	127251
现金	31742	33853	58221	74698	101787
应收票据及应收账款	2107	3250	2446	3851	3056
预付账款	1520	1834	1731	2209	2114
存货	8917	14836	10167	17247	12621
其他流动资产	5868	7690	7637	7727	7674
非流动资产	51807	69502	69947	71993	73598
长期投资	4210	4563	5073	5583	6092
固定资产	31156	35511	34999	35797	36392
无形资产	1609	4648	5238	5927	6613
其他非流动资产	14833	24780	24637	24686	24500
资产总计	101962	130965	150149	177725	200849
流动负债	43296	62170	63208	69266	68862
短期借款	12596	26799	26799	26799	26799
应付票据及应付账款	14062	16807	15686	19940	18874
其他流动负债	16638	18563	20723	22527	23188
非流动负债	9875	14653	12089	9707	7245
长期借款	8568	12781	10217	7835	5373
其他非流动负债	1307	1872	1872	1872	1872
负债合计	53171	76822	75297	78973	76107
少数股东权益	1083	3875	3866	3845	3805
股本	6400	6399	6399	6399	6399
资本公积	14269	14235	14235	14235	14235
留存收益	27498	30787	33805	37368	41367
归属母公司股东权益	47708	50268	70986	94907	120937
负债和股东权益	101962	130965	150149	177725	200849

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	15528	13420	19424	13226	23455
净利润	8732	9318	10304	12112	13606
折旧摊销	3288	3887	3520	3879	4307
财务费用	-29	-255	884	652	783
投资损失	-461	-244	-263	-253	-258
营运资金变动	2180	-2013	5094	-3038	5131
其他经营现金流	1818	2727	-116	-125	-114
投资活动现金流	-7797	-19514	-3586	-5546	-5539
筹资活动现金流	11945	8781	8530	8798	9174
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.37	1.48	1.62	1.91	2.14
每股经营现金流(最新摊薄)	2.44	2.11	3.05	2.08	3.68
每股净资产(最新摊薄)	7.49	7.90	8.47	9.46	10.67

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	110595	123171	130948	144752	158786
营业成本	76417	83119	87492	95929	104515
营业税金及附加	664	742	789	872	1111
营业费用	19315	22908	24094	26924	29693
管理费用	4227	5343	5893	6514	7145
研发费用	601	822	873	965	1059
财务费用	-29	-255	884	652	783
资产减值损失	-536	-930	-626	-744	-886
公允价值变动收益	121	94	116	125	114
投资净收益	461	244	263	253	258
营业利润	10230	10860	11928	14018	15737
营业外收入	58	61	61	61	61
营业外支出	176	291	233	262	248
利润总额	10112	10630	11755	13817	15550
所得税	1380	1312	1451	1705	1944
税后利润	8732	9318	10304	12112	13606
少数股东损益	27	-113	-9	-21	-40
归属母公司净利润	8705	9431	10314	12133	13646
EBITDA	13777	15969	15897	17624	19051

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	14.2	11.4	6.3	10.5	9.7
营业利润(%)	19.5	6.2	9.8	17.5	12.3
归属于母公司净利润(%)	23.0	8.3	9.4	17.6	12.5
获利能力					
毛利率(%)	30.9	32.5	33.2	33.7	34.2
净利率(%)	7.9	7.7	7.9	8.4	8.6
ROE(%)	17.9	17.2	17.8	18.9	19.0
ROIC(%)	12.9	11.5	11.5	12.3	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	52.1	58.7	50.1	44.4	37.9
流动比率	1.2	1.0	1.3	1.5	1.8
速动比率	0.8	0.6	1.0	1.1	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8
应收账款周转率	57.2	46.0	46.0	46.0	46.0
应付账款周转率	5.9	5.4	5.4	5.4	5.4
估值比率					
P/E	19.6	18.1	16.6	14.1	12.5
P/B	3.6	3.4	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	11.9	11.5	9.9	7.9	5.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

