

伊利股份 (600887)

2023 半年度业绩点评：需求弱复苏，静待改善

买入 (维持)

2023 年 08 月 29 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	129,293	139,102	150,316
同比	11%	5%	8%	8%
归属母公司净利润 (百万元)	9,431	10,133	11,704	13,432
同比	8%	7%	16%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.48	1.59	1.84	2.11
P/E (现价&最新股本摊薄)	17.97	16.72	14.48	12.62

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **公司发布 23H1 业绩：**23H1 公司营收 662 亿元，同比+4.3%，归母净利润 63.1 亿元，同比+2.8%，扣非归母净利润为 58 亿元，同比-1.5%。23Q2 公司营收 327.6 亿元，同比+1.1%，归母净利润 26.9 亿元，同比+2.9%，扣非归母净利润 24.8 亿元，同比-4.5%。剔除澳优影响因素，23H1 公司内生收入 627 亿元，同比+1.8%，我们预计 23H1 内生归母净利润同比略有增长。23H1 业绩低于预期。
- **液奶收入增长较慢，奶粉承压拖累毛利率：**23H1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮收入分别同比-1.1%/+12%/+26%；23Q2 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮收入分别同比+0.5%/-8.9%/+19%。23H1 公司毛利率 33.2%，同比-0.3pct，其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮毛利率分别同比+0.11/-2.73/-0.61pct。我们认为液奶增长较慢主因消费环境不佳下常温酸等非刚需品类疲软，预计高端白等白奶类表现相对较好，液奶毛利率提升主因成本下降、次因结构升级。受出生人口减少、行业竞争加剧、公司主动控货等因素影响，公司奶粉业务收入和盈利能力承压，高毛利的奶粉业务疲软拖累公司整体毛利率。
- **持续贯彻控费战略，盈利能力稳定：**23H1 公司销售/管理/财务费用率同比-0.8/+0.2/+0.15pct，23Q2 销售/管理/财务费用率分别同比-0.5/-0.5/+0.1pct，我们认为销售费用率同比下降主因公司持续提高费用使用效率，控费能力有所提高。综合来看，23H1/23Q2 公司归母净利率分别为 9.6%/8.2%，同比-0.15/+0.15pct，盈利能力具备韧性。
- **近期经营趋势向好，长期发展目标不变：**根据公司交流，7 月以来公司液奶奶粉均呈现逐步改善态势，预计 7 月液奶在去年同期低基数下有望同比增长中个位数。我们认为公司作为乳制品龙头，渠道、产品、品牌综合实力雄厚，未来随着宏观经济好转，经营有望持续改善，我们预计 23 年下半年公司有望加速增长，中长期来看盈利能力仍有望持续提升。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到 23H1 公司液奶、奶粉业务承压，我们下调 23-25 年收入预期至 1293/1391/1503 亿元 (此前预期为 1355/1483/1617 亿元)，同比+5%/8%/8%，下调归母净利润预期至 101/117/134 亿元 (此前预期为 110/128/149 亿元)，同比+7%/16%/15%，对应 PE 分别为 17/14/13x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期，食品安全问题

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.62
一年最低/最高价	24.51/36.28
市净率(倍)	3.43
流通 A 股市值(百万元)	167,054.36
总市值(百万元)	169,471.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.76
资产负债率(% ,LF)	62.22
总股本(百万股)	6,366.31
流通 A 股(百万股)	6,275.52

相关研究

《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》

2023-05-04

《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
流动资产	61,463	63,141	67,971	73,872	营业总收入	123,171	129,293	139,102	150,316
货币资金及交易性金融资产	33,883	38,311	43,843	49,734	营业成本(含金融类)	83,119	87,434	93,588	100,674
经营性应收款项	5,084	4,661	4,631	4,840	税金及附加	742	773	832	899
存货	14,836	13,294	12,358	11,894	销售费用	22,908	22,981	24,585	26,418
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,343	5,410	5,821	6,290
其他流动资产	7,660	6,875	7,139	7,404	研发费用	822	961	1,033	1,078
非流动资产	69,502	82,227	87,382	92,667	财务费用	(255)	33	58	(1)
长期股权投资	4,563	5,563	6,563	7,563	加:其他收益	964	747	804	869
固定资产及使用权资产	34,506	39,288	43,488	48,288	投资净收益	244	(20)	117	276
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)	(600)	(402)	(410)
商誉	4,954	4,904	4,854	4,804	资产处置收益	(5)	(27)	(26)	(30)
长期待摊费用	281	161	41	41	营业利润	10,860	11,812	13,688	15,673
其他非流动资产	17,108	25,051	25,191	25,331	营业外净收支	(230)	5	(40)	(10)
资产总计	130,965	145,368	155,353	166,539	利润总额	10,630	11,817	13,648	15,663
流动负债	62,170	69,255	71,132	73,618	减:所得税	1,312	1,654	1,911	2,193
短期借款及一年内到期的非流动负债	27,782	31,652	32,652	33,652	净利润	9,318	10,162	11,737	13,470
经营性应付款项	16,807	15,787	15,858	16,220	减:少数股东损益	(113)	29	33	38
合同负债	8,913	13,307	13,859	14,676	归属母公司净利润	9,431	10,133	11,704	13,432
其他流动负债	8,668	8,510	8,764	9,070	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.48	1.59	1.84	2.11
非流动负债	14,653	19,358	23,508	27,658	EBIT	10,473	11,850	13,706	15,662
长期借款	9,298	13,298	17,298	21,298	EBITDA	14,540	15,564	17,786	20,232
应付债券	3,482	3,582	3,682	3,782	毛利率(%)	32.26	32.12	32.47	32.78
租赁负债	324	374	424	474	归母净利率(%)	7.69	7.87	8.45	8.97
其他非流动负债	1,548	2,104	2,104	2,104	收入增长率(%)	11.37	4.97	7.59	8.06
负债合计	76,822	88,613	94,641	101,276	归母净利润增长率(%)	8.34	7.45	15.50	14.76
归属母公司股东权益	50,268	52,851	56,775	61,287					
少数股东权益	3,875	3,904	3,938	3,976					
所有者权益合计	54,143	56,755	60,713	65,263					
负债和股东权益	130,965	145,368	155,353	166,539					

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	20,447	18,586	20,627	每股净资产(元)	7.86	8.30	8.92	9.63
投资活动现金流	(19,514)	(15,945)	(9,279)	(9,714)	最新发行在外股份(百万股)	6,366	6,366	6,366	6,366
筹资活动现金流	8,781	(116)	(3,775)	(5,023)	ROIC(%)	11.06	10.16	10.69	11.26
现金净增加额	2,108	4,427	5,533	5,891	ROE-摊薄(%)	18.76	19.17	20.61	21.92
折旧和摊销	4,068	3,713	4,080	4,570	资产负债率(%)	58.66	60.96	60.92	60.81
资本开支	(5,950)	(7,672)	(8,316)	(8,790)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.97	16.72	14.48	12.62
营运资本变动	(1,813)	4,795	1,222	1,110	P/B (现价)	3.39	3.21	2.98	2.77

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>