

2023年08月29日

收入符合市场预期，毛销差亮眼，看好下半年恢复

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(元):	36.13/25.24
目标价格(元):		总市值(亿元)	1,694.71
最新收盘价(元):	26.62	自由流通市值(亿元)	1,670.54
		自由流通股数(百万)	6,275.52

事件概述

23H1 公司实现营业总收入 662.0 亿元，同比+4.3%；营业收入 659.8 亿元，同比+4.4%；归母净利润 63.1 亿元，同比+2.8%；扣非归母净利润 58.0 亿元，同比-1.5%。23Q2 公司实现营业总收入 327.6 亿元，同比+1.1%；营业收入 326.5 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%。

分析判断:

▶ 23Q2 收入符合预期，同行业趋势及蒙牛趋势

我们认为公司 23Q2 收入增速符合市场预期：剔除澳优主业预计同比持平，各业务实际增速均在市场预期内。分业务来看，23Q2 液态奶/冰淇淋/奶粉分别实现收入 206.8/53.6/60.8 亿元，分别同比+0.5%/+19.2%/-8.9%；23H1 澳优收入同比-4.5%。我们预计 Q2 澳优下滑幅度低于伊利奶粉主业，因此 Q2 奶粉主业下滑我们预计高于 8.9%。

- ▶ 我们认为液态奶中常低温均预计同比低增，判断与二季度淡季需求相关，并且宏观经济持续修复下预计 23Q2 常低温环比均有一定消费恢复；
- ▶ 我们预计奶粉一方面受到新国标注册市场扰动，另一方面新生儿增速与行业竞争压力影响收入，判断下半年奶粉业务有望企稳；
- ▶ 我们认为公司冰淇淋增速依然保持稳健成长；
- ▶ 妙可蓝多 23H1 收入/归母净利分别同比-20.4%/-78.4%，我们认为公司奶酪业务可以参考妙可蓝多的情况，行业需求回暖尚需时间，判断奶酪端休闲属性对 to C 端影响大于 to B 端。

▶ 销售+管理费用率下降超 1pct，资产减值+投资收益减少影响最终利润率

23Q2 毛利率 32.5%，同比基本持平，我们预计奶粉降速引发结构弱化叠加其余高毛利率产品（如奶酪、常温酸奶等）结构影响，叠加我们认为为应对旺季原材料需求喷粉增加导致资产减值损失对冲原奶成本下降红利，综合导致毛利率持平。23Q2 销售/管理费用率分别 18.0%/3.8%，分别同比-0.5/-0.5pct，保持了较好的下降力度。23Q2 净利率 8.3%，同比+0.1pct，我们判断由于单季度资产减值损失-3.4 亿元（我们预计主因喷粉增加）+投资收益 0.17 亿元（上游牧场利润我们预计下降）占比相较同期影响超 1pct，对冲了毛销差，最终影响利润率。

▶ 收入利润均预计下半年环比提升，核心关注需求回暖程度

我们认为 23Q2 收入影响核心在于奶粉和常温业务，下半年伴随注册制扰动逐步归整及需求回归，增速有望环比提升。7 月我们判断常温增速环比 6 月略好。由此带来毛利率弹性叠加下半年继续有望持续严控的费用下降，利润率提升具备确定性。全年目标收入预计中个位数，内生利润率+30bp 目标不变。

投资建议

根据中报调整盈利预测，23-25 年营业收入由 1355/1485/1616 亿元下调至 1293/1404/1523 亿元；归母净利润由 109/124/140 亿元下调至 101/115/131 亿元；EPS 由 1.70/1.94/2.19 元下调至 1.58/1.81/2.05 元，2023 年 8 月 29 日收盘价 26.62 元对应估值分别 17/15/13 倍，下半年基本面有望环比提升，叠加食品饮料板块下半年预期上升，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

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	129,289	140,442	152,312
YoY (%)	14.2%	11.4%	5.0%	8.6%	8.5%
归母净利润(百万元)	8,705	9,431	10,060	11,512	13,065
YoY (%)	23.0%	8.3%	6.7%	14.4%	13.5%
毛利率 (%)	30.6%	32.3%	32.8%	33.0%	33.1%
每股收益 (元)	1.43	1.48	1.58	1.81	2.05
ROE (%)	18.2%	18.8%	19.4%	21.0%	22.5%
市盈率	18.62	17.99	16.85	14.72	12.97

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：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	123,171	129,289	140,442	152,312	净利润	9,318	10,080	11,532	13,085
YoY (%)	11.4%	5.0%	8.6%	8.5%	折旧和摊销	4,068	6,664	7,555	8,398
营业成本	83,119	86,546	93,780	101,515	营运资金变动	-1,813	769	1,105	2,191
营业税金及附加	742	772	839	911	经营活动现金流	13,420	17,419	20,098	23,579
销售费用	22,908	23,817	25,740	27,621	资本开支	-5,950	-11,841	-12,649	-13,456
管理费用	5,343	5,407	5,736	6,070	投资	-13,429	-1,232	-740	-668
财务费用	-255	-103	-98	-91	投资活动现金流	-19,514	-12,698	-13,016	-13,750
研发费用	822	901	839	911	股权募资	166	-828	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	-4,421	-4,515	-5,672
营业利润	10,860	11,643	13,300	15,070	现金净流量	2,108	299	2,567	4,157
营业外收支	-230	-150	-150	-150	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	10,630	11,493	13,150	14,920	成长能力				
所得税	1,312	1,414	1,617	1,835	营业收入增长率	11.4%	5.0%	8.6%	8.5%
净利润	9,318	10,080	11,532	13,085	净利润增长率	8.3%	6.7%	14.4%	13.5%
归属于母公司净利润	9,431	10,060	11,512	13,065	盈利能力				
YoY (%)	8.3%	6.7%	14.4%	13.5%	毛利率	32.3%	32.8%	33.0%	33.1%
每股收益(元)	1.48	1.58	1.81	2.05	净利率	7.7%	7.8%	8.2%	8.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	7.2%	7.5%	8.0%	8.6%
货币资金	33,853	34,153	36,720	40,877	净资产收益率 ROE	18.8%	19.4%	21.0%	22.5%
预付款项	1,834	1,817	1,876	1,929	偿债能力				
存货	14,836	11,608	10,795	7,817	流动比率	0.99	0.98	1.00	1.03
其他流动资产	10,940	11,575	13,194	14,185	速动比率	0.60	0.62	0.64	0.70
流动资产合计	61,463	59,153	62,584	64,807	现金比率	0.54	0.57	0.59	0.65
长期股权投资	4,563	6,084	7,144	8,122	资产负债率	58.7%	58.7%	59.2%	59.1%
固定资产	33,735	36,502	37,997	38,527	经营效率				
无形资产	4,648	6,247	7,867	9,963	总资产周转率	1.05	0.97	1.00	1.03
非流动资产合计	69,502	75,718	81,329	86,842	每股指标 (元)				
资产合计	130,965	134,872	143,913	151,649	每股收益	1.48	1.58	1.81	2.05
短期借款	26,799	26,799	26,799	26,799	每股净资产	7.86	8.15	8.60	9.13
应付账款及票据	16,807	15,888	17,508	17,233	每股经营现金流	2.10	2.74	3.16	3.70
其他流动负债	18,563	17,747	18,172	18,788	每股股利	1.04	1.20	1.35	1.53
流动负债合计	62,170	60,435	62,479	62,821	估值分析				
长期借款	9,298	13,245	17,183	21,123	PE	17.99	16.85	14.72	12.97
其他长期负债	5,354	5,437	5,559	5,668	PB	3.95	3.29	3.12	2.94
非流动负债合计	14,653	18,682	22,741	26,791					
负债合计	76,822	79,117	85,220	89,612					
股本	6,399	6,372	6,372	6,372					
少数股东权益	3,875	3,895	3,915	3,935					
股东权益合计	54,143	55,755	58,693	62,037					
负债和股东权益合计	130,965	134,872	143,913	151,649					

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。

郭辉：10余年白酒产业经验，8年行业知名咨询公司从业经验，历任某基金公司白酒研究员，现任华西证券食品饮料研究员。

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。