

伊利股份 (600887.SH) 液态奶逐渐恢复，领先优势稳固

2023年08月30日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

叶松霖（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060001

日期	2023/8/29
当前股价(元)	26.62
一年最高最低(元)	36.28/24.51
总市值(亿元)	1,694.71
流通市值(亿元)	1,670.54
总股本(亿股)	63.66
流通股本(亿股)	62.76
近3个月换手率(%)	32.99

● 多业务布局，盈利能力可提升，维持“买入”评级

伊利股份 2023H1 营收 661.97 亿元，同比增 4.31%；归母净利 63.05 亿元，同比增 2.81%。2023Q2 营收 327.6 亿元，同比增 1.05%；归母净利 26.9 亿元，同比增 2.9%。由于行业弱复苏，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利为 104.0、117.6、134.7 亿元（前值 109.6、127.7、149.1 亿元），EPS 为 1.63、1.85、2.12 元，当前股价对应 PE 为 16.3、14.4、12.6 倍。公司多业务布局，长期看盈利能力可稳步提升，维持“买入”评级。

● 需求弱复苏，液态奶增速放缓

2023Q2 公司液体乳收入 206.8 亿元，同比增 0.52%，需求弱复苏导致增长较缓，但仍实现正增长；奶粉及奶制品收入 60.8 亿元，同比降 8.94%，其中行业竞争激烈下部分小企业甩货，公司主动控制出库节奏，但婴配粉下降幅度好于行业整体；冷饮收入 53.6 亿元，同比增 19.2%。公司持续推新，2023H1 新品收入占比达 15% 以上。展望全年，随着旺季来临、需求逐渐恢复，预计液态奶可逐季改善，多业务布局下预计公司全年营收可实现稳步增长。

● 2023Q2 公司费率持续下降

2023Q2 净利率同比升 0.1pct 至 8.26%。2023Q2 毛利率同比降 0.1pct 至 32.7%；销售费用率同比下降 0.49pct 至 18.1%，主因：精准投放费用，费用使用效率提升。展望 2023H2，原奶价格预计仍处下行周期，行业龙头竞争理性，且产品结构持续升级下预计毛利率较为稳定。费用管控加强、规模效应下，预计费率略降，公司净利率可提升。

● 市场份额持续提升，领先优势稳固

公司市占率稳步提升，2023H1 公司液体乳市占份额稳居行业第一，常温液体乳零售市占率同比增 3pct；婴配粉市占率达 13.6%，成人粉市占率达 23.8%，稳居行业第一。伊利股份渠道和品牌优势稳固，品类均衡发展、产品结构持续升级、多业务布局、管理效率持续提升下，公司发展潜力仍较大。

● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《多业务发展，盈利能力提升可期——公司信息更新报告》-2023.4.29
- 《疫情及费用投放扰动，业绩短期承压——公司信息更新报告》-2022.10.28
- 《疫情影响液奶短期承压，龙头领先优势稳固——公司信息更新报告》-2022.9.2

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110,144	122,698	130,780	140,475	151,108
YOY(%)	14.1	11.4	6.6	7.4	7.6
归母净利润(百万元)	8,705	9,431	10,400	11,760	13,466
YOY(%)	23.0	8.3	10.3	13.1	14.5
毛利率(%)	30.6	32.3	32.2	32.4	32.7
净利率(%)	7.9	7.7	8.0	8.4	8.9
ROE(%)	17.9	17.2	18.0	18.6	19.3
EPS(摊薄/元)	1.37	1.48	1.63	1.85	2.12
P/E(倍)	19.5	18.0	16.3	14.4	12.6
P/B(倍)	3.6	3.4	3.1	2.9	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	50155	61463	63802	68211	72105
现金	31742	33853	41461	38099	47037
应收票据及应收账款	2107	3250	2460	3673	2925
其他应收款	126	200	148	226	176
预付账款	1520	1834	1741	2099	2031
存货	8917	14836	10502	16623	12446
其他流动资产	5742	7490	7490	7490	7490
非流动资产	51807	69502	70040	70914	71624
长期投资	4210	4563	5073	5583	6092
固定资产	31156	35511	35080	34860	34649
无形资产	1609	4648	5238	5927	6613
其他非流动资产	14833	24780	24649	24544	24271
资产总计	101962	130965	133842	139125	143729
流动负债	43296	62170	63864	66578	66953
短期借款	12596	26799	26799	26799	26799
应付票据及应付账款	14062	16807	16122	19129	18648
其他流动负债	16638	18563	20943	20650	21505
非流动负债	9875	14653	12099	9584	7042
长期借款	8568	12781	10227	7712	5170
其他非流动负债	1307	1872	1872	1872	1872
负债合计	53171	76822	75963	76162	73995
少数股东权益	1083	3875	3866	3845	3806
股本	6400	6399	6399	6399	6399
资本公积	14269	14235	14235	14235	14235
留存收益	27498	30787	33830	37284	41230
归属母公司股东权益	47708	50268	54013	59118	65928
负债和股东权益	101962	130965	133842	139125	143729

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	15528	13420	19184	10037	22162
净利润	8732	9318	10391	11740	13427
折旧摊销	3288	3887	3524	3840	4181
财务费用	-29	-255	202	-152	-535
投资损失	-461	-244	-244	-244	-244
营运资金变动	2180	-2013	5390	-5067	5412
其他经营现金流	1818	2727	-78	-81	-79
投资活动现金流	-7797	-19514	-3739	-4390	-4569
资本支出	6683	6646	28	364	200
长期投资	-845	-6286	-510	-510	-510
其他投资现金流	-1960	-19154	-4221	-4535	-4878
筹资活动现金流	11945	8781	-7837	-9008	-8656
短期借款	5640	14203	0	0	0
长期借款	3431	4212	-2553	-2515	-2542
普通股增加	318	-1	0	0	0
资本公积增加	12851	-33	0	0	0
其他筹资现金流	-10294	-9600	-5284	-6493	-6114
现金净增加额	19647	2108	7607	-3361	8937

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	110144	122698	130780	140475	151108
营业成本	76417	83119	88666	94919	101722
营业税金及附加	664	742	791	849	914
营业费用	19315	22908	24024	25777	27713
管理费用	4227	5343	5663	6069	6422
研发费用	601	822	889	1082	1133
财务费用	-29	-255	202	-152	-535
资产减值损失	-427	-792	-541	-632	-717
其他收益	809	964	817	863	881
公允价值变动收益	121	94	94	94	94
投资净收益	461	244	244	244	244
资产处置收益	-26	-5	-16	-13	-15
营业利润	10230	10860	12225	13751	15660
营业外收入	58	61	49	54	56
营业外支出	176	291	260	296	256
利润总额	10112	10630	12014	13509	15460
所得税	1380	1312	1624	1770	2033
净利润	8732	9318	10391	11740	13427
少数股东损益	27	-113	-9	-21	-39
归属母公司净利润	8705	9431	10400	11760	13466
EBITDA	13777	15969	16412	18076	20201
EPS(元)	1.37	1.48	1.63	1.85	2.12

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	14.1	11.4	6.6	7.4	7.6
营业利润(%)	19.5	6.2	12.6	12.5	13.9
归属于母公司净利润(%)	23.0	8.3	10.3	13.1	14.5
获利能力					
毛利率(%)	30.6	32.3	32.2	32.4	32.7
净利率(%)	7.9	7.7	8.0	8.4	8.9
ROE(%)	17.9	17.2	18.0	18.6	19.3
ROIC(%)	12.9	11.5	11.8	12.7	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	52.1	58.7	56.8	54.7	51.5
净负债比率(%)	-18.4	14.0	-1.7	-0.2	-16.7
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	57.0	45.8	45.8	45.8	45.8
应付账款周转率	5.9	5.4	5.4	5.4	5.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.37	1.48	1.63	1.85	2.12
每股经营现金流(最新摊薄)	2.44	2.11	3.01	1.58	3.48
每股净资产(最新摊薄)	7.49	7.90	8.48	9.29	10.36
估值比率					
P/E	19.5	18.0	16.3	14.4	12.6
P/B	3.6	3.4	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	11.8	11.4	10.6	9.6	8.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn