

伊利股份(600887)

报告日期: 2023年05月04日

## 年内或迎逐季改善, 估值有望抬升

### ——伊利股份 22 年报 23 一季报点评

#### 事件

2022 营收 1227.0 (+11.4%), 归母净利润 94.3 亿元 (+8.3%), 其中 22Q4 营收 292.0 亿元 (+14.6%), 归母净利润 13.7 亿元 (+80.1%)。23Q1 营收 333.3 亿元 (+7.8%), 归母净利润 36.2 亿元 (+2.7%)。

#### 投资要点

##### □ 22 业绩符合前期预期, 22Q4 业绩增速超预期

(1) 22 营收 1227.0 亿元 (+11.4%), 归母净利润 94.3 亿元 (+8.3%), 毛利率 32.3% (+1.6pct), 净利率 7.6% (-0.3pct), 22 年收入业绩符合我们前期预期。其中 22Q4 营收 292.0 亿元(+14.6%); 归母净利润 13.7 亿元(+80.1%), 22Q4 收入增速较快预计主因春节提前影响, 22Q4 业绩增速超预期主因盈利能力显著改善。

(2) 对主营业务收入增速归因进行拆分, 销量/结构升级(含澳优并表贡献)/单价/其他分别贡献+1.2%/+8.0%/+2.2%/+0.2%。

(3) 分产品看, 22 年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他分别实现收入 849.3/262.6/95.7/3.9 亿元, 同比 0.02%/+62.0%/+33.6%/+116.5%, 毛利率分别为 29.1%/41.1%/38.5%/21.5%。22 年液态乳市占率稳居细分市场第一, 有机奶和高端系列产品均保持双位数增长。冷饮连续 28 年位居龙头地位。奶粉业务中婴配粉市占额 12.4%, 跃居细分市场第二; 成人奶粉市占额为 25.3%, 位列细分市场第一。

##### □ 23Q1 业绩符合预期, 奶粉营收同增主因澳优并表贡献

(1) 23Q1 公司实现营业收入 333.3 亿元 (+7.8%), 实现归母净利润 36.2 亿元 (+2.7%), 毛利率 33.8% (-0.7pct), 净利率 10.9% (-0.5pct)。23Q1 收入业绩基本符合预期, 其中液体乳收入同降也符合最新预期, 奶粉同增 38%预计主因澳优并表贡献。

(2) 分产品看, 23Q1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他分别实现收入 217.4/74.4/37.9/1.4 亿元, 同比-2.6%/+37.9%/+35.7%/+70.9%。我们预计 23Q1 常温-基础白奶同增个位数, 金典增速更快, 安慕希同降(预计 23 全面同比平稳), 我们预计低温(包括低温鲜奶、低温酸奶、低温乳酸菌饮料)正增长, 其中金典鲜奶同比增长强劲。我们预计 23Q1 奶酪增速平稳, 奶粉双位数增长, 我们预计婴儿粉和成人粉增速相近。

##### □ 22 年持续高分红(分红率 70.3%), 经营性现金净额 134.2 亿

(1) 22 销售费用率 18.6% (+1.1pct); 管理费用率 4.3% (+0.5pct); 研发费用率 0.7% (+0.1pct); 财务费用率-0.2% (-0.2pct); 22 年销售费用率提升主要因为澳优并表以及冬奥宣传而提升, 同时公司一直注重对消费者进行推广宣传的品牌投入。

(2) 23Q1 销售费用率 17.1% (-1.1pct); 管理费用率 4.2% (+0.9pct); 研发费用率 0.5% (+0.1pct); 财务费用率-0.2% (+0.2pct)。

##### □ 盈利预测与估值

23 年公司计划持续产品结构升级以及渠道拓展增加营收, 同时控制费用投入, 提升费用使用效率来促进利润提升, 以实现营收 1355 亿元 (+10.4%), 利润总额 125 亿元 (+17.9%)。对应利润率(利润总额/营业收入)需从 22 年 8.6% 提升 0.6pct 至 23 年目标 9.2%。我们认为该目标体现了公司对于 23 年接下来三个季度行业需求恢复和公司利润率扩张(产品结构优化+费用管控)的双重信心, 年内或迎逐季改善, 估值有望抬升。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥  
 执业证书号: S1230522030003  
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 孙天一  
 执业证书号: S1230521070002  
 suntianyi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 29.56
总市值(百万元)	189,152.04
总股本(百万股)	6,398.92

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《坚持长期策略, 拟回购彰显信心——伊利股份三季报点评》 2022.10.31
- 《伊利股份: 新千亿起点, 业绩稳健确定性高》 2022.04.29
- 《伊利股份: Q2 超预期, 中报利润率在上行(20210830)》 2021.08.30

预计公司 23-25 年收入分别为 1362.2、1501.3、1649.8 亿元；归母净利润分别为 110.3、128.1、150.0 亿元；对应 PE 分别为 17、15、13 倍，维持买入评级。

□ **风险提示：**原奶价格超预期波动，食品安全风险。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	123171	136217	150129	164977
(+/-)(%)	11.37%	10.59%	10.21%	9.89%
归母净利润	9431	11027	12808	15001
(+/-)(%)	8.34%	16.92%	16.15%	17.12%
每股收益(元)	1.47	1.72	2.00	2.34
P/E	20.06	17.15	14.77	12.61

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	61463	74862	97993	116546
现金	33853	52404	68994	96662
交易性金融资产	30	30	30	30
应收账款	3250	2434	2056	2938
其它应收款	200	178	203	235
预付账款	1834	1857	2069	2286
存货	14836	10500	17180	6935
其他	7460	7460	7460	7460
<b>非流动资产</b>	69502	66584	63623	60620
金额资产类	4426	4426	4426	4426
长期投资	4563	4563	4563	4563
固定资产	33735	31106	28375	25557
无形资产	4648	4648	4648	4648
在建工程	3443	3154	2923	2739
其他	18687	18687	18687	18687
<b>资产总计</b>	130965	141446	161615	177166
<b>流动负债</b>	62170	61801	68775	68896
短期借款	26799	26799	26799	26799
应付款项	16807	14821	20202	18489
预收账款	0	0	0	0
其他	18563	20180	21774	23608
<b>非流动负债</b>	14653	14653	14653	14653
长期借款	9298	9298	9298	9298
其他	5354	5354	5354	5354
<b>负债合计</b>	76822	76453	83428	83549
少数股东权益	3875	4227	4613	5042
归属母公司股东权益	50268	60766	73574	88575
<b>负债和股东权益</b>	130965	141446	161615	177166

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	13420	21023	18728	29640
净利润	9318	11379	13195	15430
折旧摊销	4068	3418	3461	3503
财务费用	1377	1733	1733	1733
投资损失	(244)	(543)	(299)	(494)
营运资金变动	(1813)	4783	434	9236
其它	714	253	204	232
<b>投资活动现金流</b>	(19514)	(210)	(405)	(238)
资本支出	(5950)	(753)	(704)	(732)
长期投资	(353)	0	0	0
其他	(13211)	543	299	494
<b>筹资活动现金流</b>	8781	(2262)	(1733)	(1733)
短期借款	14203	0	0	0
长期借款	3918	0	0	0
其他	(9340)	(2262)	(1733)	(1733)
<b>现金净增加额</b>	2108	18551	16590	27669

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	123171	136217	150129	164977
营业成本	83119	91209	99648	108519
营业税金及附加	742	821	905	995
营业费用	22908	25113	27686	30598
管理费用	5343	5430	6136	6909
研发费用	822	814	1048	1234
财务费用	(255)	1225	947	698
资产减值损失	(792)	0	0	0
公允价值变动损益	94	0	0	0
投资净收益	244	543	299	494
其他经营收益	964	1086	1197	1316
<b>营业利润</b>	10860	13228	15250	17827
营业外收支	(230)	(247)	(197)	(225)
<b>利润总额</b>	10630	12981	15052	17602
所得税	1312	1602	1858	2173
<b>净利润</b>	9318	11379	13195	15430
少数股东损益	(113)	352	387	429
<b>归母净利润</b>	9431	11027	12808	15001
EBITDA	14540	17334	19366	21542
EPS (最新摊薄)	1.47	1.72	2.00	2.34

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	11.37%	10.59%	10.21%	9.89%
营业利润	6.15%	21.81%	15.28%	16.90%
归属母公司净利润	8.34%	16.92%	16.15%	17.12%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.26%	32.81%	33.42%	34.03%
净利率	7.69%	8.12%	8.56%	9.12%
ROE	18.76%	18.15%	17.41%	16.94%
ROIC	9.66%	11.52%	11.71%	11.76%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.66%	54.05%	51.62%	47.16%
净负债比率	141.89%	117.63%	106.70%	89.24%
流动比率	0.99	1.21	1.42	1.69
速动比率	0.60	0.89	1.04	1.45
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.05	1.00	0.99	0.97
应收账款周转率	48.62	51.43	72.00	72.00
应付账款周转率	5.62	5.95	5.89	5.82
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.47	1.72	2.00	2.34
每股经营现金	2.10	3.29	2.93	4.63
每股净资产	7.86	9.50	11.50	13.84
<b>估值比率</b>				
P/E	20.06	17.15	14.77	12.61
P/B	3.76	3.11	2.57	2.14
EV/EBITDA	14.13	10.25	8.32	6.19

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>