

➤ **事件：**公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，22 年实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润分别为 1231.71/94.31/85.86 亿元，同比+11.37%/+8.34%/+8.08%；其中 22Q4 分别为 293.10/13.70/10.05 亿元，同比+14.54%/+80.10%/153.31%；23Q1 分别为 334.41/36.15/33.17 亿元，同比+7.71%/+2.73%/+0.8%。

➤ **营收稳健增长，奶粉冷饮表现亮眼。**22 年主营业务收入增长 11.7%，拆分增长归因来看，销量/结构升级（含澳优并表）/提价分别贡献 1.2/8.0/2.2pcts。**分产品看**，公司 22 年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮实现营收 849.3/262.6/95.7 亿元，分别同比+0.02%/+57.1%/37.6%，22Q4 分别同增 3.1%/65.9%/72.1%，23Q1 分别同比-2.58%/+37.94%/+35.72%。公司产品结构趋向平衡，23Q1 各业务占比为 65.7%/22.5%/11.5%。22 年，（1）**液态奶**，春节期间公司积极提前备货动销旺盛，节后消费弱复苏下销售承压。产品上金典有机稳居国内行业第一，安慕希销售额占有率超 65%。（2）**奶粉及奶制品**，婴配奶粉高增主因澳优并表，市场零售额份额较 21 年提升 5pcts，目前全系列产品通过新国标注册，引领行业高质量发展；**成人粉业务**，收入同增 15%+，伴随银发消费人群的消费升级意愿增加，行业规模有望继续增长。（3）**冷饮淡季逆势高增**，主因电商/新零售等新渠道实现翻倍增长。奶酪，聚焦产品创新，to C 销售份额同比提升 3.5pct。

➤ **结构优化驱动毛利率持续稳健改善。**22 年/23Q1 公司整体毛利率分别为 32.26%/33.77%，同比+1.64/-0.67pcts；净利率分别为 7.59%/10.85%，同比-0.3/-0.5pcts。其中 22 年，液体乳/奶粉及奶制品/冷饮毛利率分别为 29.1%/41.1%/38.5%，同比+0.78/1.84/-1.79pcts，产品结构持续优化推动毛利提升。**成本端：**原奶价格自 21 年下半年持续延续下行趋势，当前价格相较 22 年初回落 7.5%，奶价红利有望在 23 年进一步显现。**费用端：**22 年销售费用/管理费用/研发费用分别同比 +18.6%/+26.4%/+36.7%，费用率分别为 18.60%/4.34%/0.67%，同比+1.13/+0.52/+0.12pcts，销售/管理费用率增长主因澳优并表及冬奥、世界杯等品宣活动。23 年品牌投入进入收获期，规模效应持续推动费率下降。

➤ **投资建议：**展望 23 年，公司制定积极经营目标 1355 亿元，同比 22 年收入 +10%；利润总额 125 亿，同比 22 年利润总额+17.6%；中期目标未改变：2025 年进入世界乳企前三/利润率提升至 9%以上。我们认为综合性龙头乳企具备长期确定性 & 规模效应，关注销售逐季改善、费率下降和净利率提升兑现。预计公司 23~25 年营收分别为 1355.6/1465.7/1591.1 亿元，归母净利润分别为 110/132/153 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 17/14/12 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原奶价格波动风险，食品安全风险，市场竞争加剧风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	123171	135556	146565	159108
增长率 (%)	11.4	10.1	8.1	8.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	9431	11033	13219	15348
增长率 (%)	8.3	17.0	19.8	16.1
每股收益 (元)	1.47	1.72	2.07	2.40
PE	20	17	14	12
PB	3.8	3.5	3.2	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
29.71 元

分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

- 伊利股份 (600887.SH) 2022 三季报点评：奶粉冷饮持续高增 利润端短期承压-2022/10/31
- 伊利股份 (600887.SH) 2022 年 1-2 月经营数据点评：2022 年迎来“开门红”，看好盈利能力提升长逻辑-2022/03/11
- 伊利股份 (600887) 2021 年三季报点评：收入稳健增长，21Q3 毛销差改善增厚利润-2021/10/29
- 伊利股份 (600887) 2021 年半年报点评：21H1 业绩表现优异，竞争优势依然稳固-2021/08/30
- 伊利股份 (600887) 非公开发行 A 股预案点评：募投资向聚焦主业，液态奶及奶粉产能持续扩张-2021/06/06

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	123171	135556	146565	159108
营业成本	83119	92119	97649	106933
营业税金及附加	742	801	866	940
销售费用	22908	23655	25942	27128
管理费用	5343	5422	6009	5807
研发费用	822	777	840	796
EBIT	10473	13786	16344	18682
财务费用	-255	1078	1086	1001
资产减值损失	-792	-602	-689	-722
投资收益	244	560	605	657
营业利润	10860	12651	15157	17598
营业外收支	-230	0	0	0
利润总额	10630	12651	15157	17598
所得税	1312	1640	1965	2281
净利润	9318	11011	13193	15317
归属于母公司净利润	9431	11033	13219	15348
EBITDA	14540	17930	20892	23456

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	33853	40838	47886	55196
应收账款及票据	3250	2885	3119	3386
预付款项	1834	1875	1988	2177
存货	14836	12374	12984	14219
其他流动资产	7690	7159	5419	5436
流动资产合计	61463	65131	71396	80413
长期股权投资	4563	5123	5728	6385
固定资产	33735	34485	35220	35994
无形资产	4648	4598	4599	4599
非流动资产合计	69502	75901	76095	76519
资产合计	130965	141032	147492	156933
短期借款	26799	26799	26799	26799
应付账款及票据	16807	17156	18186	19915
其他流动负债	18563	19663	19688	21414
流动负债合计	62170	63618	64673	68128
长期借款	9298	13590	13590	13590
其他长期负债	5354	5916	5916	5916
非流动负债合计	14653	19506	19506	19506
负债合计	76822	83124	84179	87634
股本	6399	6399	6399	6399
少数股东权益	3875	3853	3826	3795
股东权益合计	54143	57908	63313	69299
负债和股东权益合计	130965	141032	147492	156933

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.37	10.06	8.12	8.56
EBIT 增长率	6.20	31.64	18.55	14.30
净利润增长率	8.34	16.99	19.81	16.10
盈利能力 (%)				
毛利率	32.26	32.04	33.38	32.79
净利润率	7.69	8.14	9.02	9.65
总资产收益率 ROA	7.20	7.82	8.96	9.78
净资产收益率 ROE	18.76	20.41	22.22	23.43
偿债能力				
流动比率	0.99	1.02	1.10	1.18
速动比率	0.60	0.69	0.79	0.86
现金比率	0.54	0.64	0.74	0.81
资产负债率 (%)	58.66	58.94	57.07	55.84
经营效率				
应收账款周转天数	9.19	7.26	7.26	7.26
存货周转天数	65.15	49.52	49.52	49.52
总资产周转率	1.05	1.00	1.02	1.05
每股指标 (元)				
每股收益	1.47	1.72	2.07	2.40
每股净资产	7.86	8.45	9.30	10.24
每股经营现金流	2.10	3.27	3.18	3.63
每股股利	1.04	1.22	1.46	1.69
估值分析				
PE	20	17	14	12
PB	3.8	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	13.56	10.85	8.92	7.64
股息收益率 (%)	3.50	4.10	4.91	5.70

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	9318	11011	13193	15317
折旧和摊销	4068	4144	4548	4774
营运资金变动	-1813	4185	916	1458
经营活动现金流	13420	20947	20333	23207
资本开支	-5950	-3930	-4385	-4798
投资	-13429	0	0	0
投资活动现金流	-19514	-9983	-2630	-4798
股权募资	166	-512	0	0
债务募资	16670	4407	-1098	0
筹资活动现金流	8781	-3980	-10654	-11099
现金净流量	2108	6984	7049	7310

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026