

2023 年 04 月 28 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2022 年顺利收官，2023 年加快复苏

—伊利股份（600887.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2023 年 04 月 27 日，伊利股份发布 2022 年年报和 2023 年一季度报。

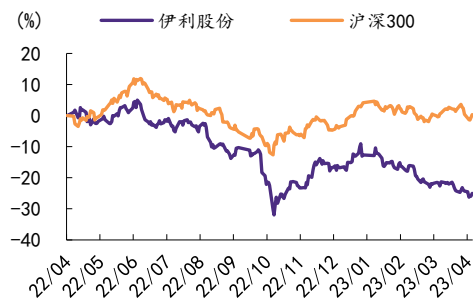
投资要点

基本数据

2023-04-28

当前股价（元）	29.56
总市值（亿元）	1892
总股本（百万股）	6399
流通股本（百万股）	6308
52 周价格范围（元）	25.24-39.05
日均成交额（百万元）	1394.79

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《伊利股份（600887）：业绩短期承压，四季度望改善》2022-10-28
- 2、《伊利股份（600887）：业绩符合预期，主要产品推进顺利》2022-08-31
- 3、《华鑫证券*公司报告*伊利股份（600887）事件点评报告：目标明确，反馈积极*20220802*孙山山》2022-08-02

产品结构持续优化，驱动业绩双位数增长

业绩端：1）2022 年营收/归母净利润/扣非归母净利润为 1231.71/94.31/85.86 亿元，同比+11.37%/+8.34%/+8.08%。2）2022Q4 营收/归母净利润/扣非为 293.10/13.70/10.05 亿元，同增 15%/80%/153%。3）2023Q1 营收/归母净利润/扣非 334.41/36.15/33.17 亿元，同增 8%/3%/1%。盈利端，1）2022 年毛利率/净利率/销售费用率/管理费用率 32.3%/7.6%/18.6%/5%，同比+1.6/-0.3/+1.1/+0.6pct。2）2022Q4 毛利率/净利率/销售费用率/管理费用率 31%/4%/19%/5%，同增 21/1/14/3pct。3）2023Q1 毛利率/净利率/销售费用率/管理费用率 33.8%/10.9%/17%/4.6%，同比 -0.7/-0.5/-1.1/+0.9pct。

有机品类销量全球第一，海外业务持续扩张

分产品看，2022 年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品营收 849.26/262.60/95.67/3.95 亿元，同比+0.02%/+62.01%/+33.61%/+116.48%，占比 68.9%/21.3%/7.8%/0.3%。1）基础白奶品类实现三年 CAGR 双位数以上增长，优于行业表现，2）有机高端产品保持双位数增长，“金典”品牌推出金典超滤、金典有机娟姗、金典有机 A2 等系列新品，品牌销售额高居全球第一，3）常温酸奶 2022 年市占率超 65%，并推出“安慕希有汽儿”水果新品，上市后实现 25 亿销售额，紧抓消费健康趋势。4）奶酪业务零售份额同比+3.5pct，2023 年提出“好奶造就好奶酪”品牌主张。5）冷饮业务保持市占率第一。分渠道看，2022 年经销/直营营收 1174.88/36.60 亿元，同比+11.89%/+5.78%，占比 95.4%/3.0%，公司在充分发挥线下渠道深度分销优势前提下，积极布局新零售渠道，打造一体化运营模式。分区域看，2022 年华北/华南/华中/华东/其他区域营收 331.95/298.45/227.03/210.26/143.79 亿元，同增 6%/10%/15%/10%/27%，占比 27%/24%/18%/17%/12%，全区域毛利率呈增长态势，同时持续开拓海外市场，2022 年海外营收同比+52%。量价拆分来看，量：2022 年产量 1061.51 万吨（同增 1.5%），总销量 1051.72 万吨（同增 1.2%），价：2022 年吨价 11711.38 元/吨（同增 10%），呈现量稳升价高升趋势。其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品销量 949.49/34.57/59.75/7.91 万吨，同比-1.2%/+37%/+26%/+49%，奶粉及冷饮产品增速亮眼。

■ 盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 为 1.86/2.29/2.73 元，当前股价对应 PE 分别为 16/13/11 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、竞争进一步加剧、原材料成本上涨、核心产品增长不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	123,171	138,075	154,349	170,683
增长率（%）	11.4%	12.1%	11.8%	10.6%
归母净利润（百万元）	9,431	11,878	14,652	17,448
增长率（%）	8.3%	25.9%	23.4%	19.1%
摊薄每股收益（元）	1.47	1.86	2.29	2.73
ROE（%）	17.4%	20.3%	23.1%	25.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：				
现金及现金等价物	33,853	48,538	61,245	70,164
应收款	3,450	3,594	3,806	3,975
存货	14,836	14,985	15,118	15,598
其他流动资产	9,324	9,543	10,023	10,548
流动资产合计	61,463	76,660	90,191	100,285
非流动资产：				
金融类资产	2,125	2,225	2,305	2,355
固定资产	33,735	33,537	32,121	30,308
在建工程	3,417	1,367	547	219
无形资产	4,648	4,416	4,183	3,962
长期股权投资	4,563	4,563	4,563	4,563
其他非流动资产	23,139	23,139	23,139	23,139
非流动资产合计	69,502	67,021	64,552	62,190
资产总计	130,965	143,681	154,743	162,475
流动负债：				
短期借款	26,799	31,799	34,799	35,799
应付账款、票据	16,807	16,983	17,867	17,998
其他流动负债	9,651	9,651	9,651	9,651
流动负债合计	62,170	67,512	71,620	72,801
非流动负债：				
长期借款	12,781	15,781	17,781	18,781
其他非流动负债	1,872	1,872	1,872	1,872
非流动负债合计	14,653	17,653	19,653	20,653
负债合计	76,822	85,165	91,273	93,454
所有者权益				
股本	6,399	6,399	6,399	6,399
股东权益	54,143	58,516	63,470	69,021
负债和所有者权益	130,965	143,681	154,743	162,475

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	9318	11737	14478	17241
少数股东权益	-113	-141	-174	-207
折旧摊销	3752	2481	2457	2351
公允价值变动	94	80	70	50
营运资金变动	369	-69	363	-944
经营活动现金净流量	13420	14089	17195	18491
投资活动现金净流量	-19514	2149	2156	2091
筹资活动现金净流量	20779	636	-4524	-9690
现金流量净额	14,685	16,873	14,827	10,892

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	123,171	138,075	154,349	170,683
营业成本	83,119	90,330	99,433	108,533
营业税金及附加	742	828	895	956
销售费用	22,908	26,234	29,481	32,771
管理费用	5,343	5,799	6,637	7,510
财务费用	-255	623	477	313
研发费用	822	921	1,030	1,138
费用合计	28,818	33,577	37,624	41,732
资产减值损失	-137	-90	-70	-50
公允价值变动	94	80	70	50
投资收益	244	200	180	160
营业利润	10,860	13,629	16,727	19,822
加：营业外收入	61	50	40	30
减：营业外支出	291	250	220	170
利润总额	10,630	13,429	16,547	19,682
所得税费用	1,312	1,692	2,068	2,441
净利润	9,318	11,737	14,478	17,241
少数股东损益	-113	-141	-174	-207
归母净利润	9,431	11,878	14,652	17,448

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	11.4%	12.1%	11.8%	10.6%
归母净利润增长率	8.3%	25.9%	23.4%	19.1%
盈利能力				
毛利率	32.5%	34.6%	35.6%	36.4%
四项费用/营收	23.4%	24.3%	24.4%	24.5%
净利率	7.6%	8.5%	9.4%	10.1%
ROE	17.4%	20.3%	23.1%	25.3%
偿债能力				
资产负债率	58.7%	59.3%	59.0%	57.5%
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	35.7	38.4	40.6	42.9
存货周转率	5.6	6.1	6.6	7.0
每股数据(元/股)				
EPS	1.47	1.86	2.29	2.73
P/E	20.1	15.9	12.9	10.8
P/S	1.5	1.4	1.2	1.1
P/B	3.8	3.5	3.2	2.9

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。