



伊利 (600887.CH)：春节动销好于预期，节后渠道库存大幅降低；调整 2022-2024E 盈利预测，上调目标价

春节终端动销强劲有望推高节后收入表现。今年春节返乡过年的客流人数较去年大幅反弹，大幅带动了送礼型消费。其中，乳制品作为返乡送礼的主力商品，无疑是受益最大的消费品行业之一。根据我们的调研，乳制品行业在春节长假期间的终端动销好于预期，而高端液态奶与成人粉是消费者春节送礼的首选。

尽管今年春节提早造成很大一部分春节备货的收入落在 2022 年 12 月，对 1Q23 的收入带来负面影响，但春节送礼消费需求旺盛，也大幅降低了乳企节后的渠道库存。在较轻的渠道库存压力下，经销商有望后续加大补货力度，利好乳企节后的收入表现。同时，送礼型消费以高端乳制品产品为主（比如伊利的经典与安慕希）。这也可能使渠道在后续补货过程中偏向于高端产品，利好乳企短期消费结构的改善。

4Q22 业绩确定性较强。尽管去年 11 月后半段的疫情严重打击了乳制品的市场消费需求，但去年 12 月开始经销商为春节备货的积极性好于预期，弥补了终端需求的疲弱。我们预计 4Q22 伊利内生业务（不包括澳优）收入同比增长中到高单位数。在较低的基数及春节提前的帮助下，我们预计 4Q22 内生经营利润率同比大幅提升，但 2022 全年内生经营利润率能否做到持平依然未知。

盈利预测调整：审慎原则下，我们略微下调伊利 2022-2024E 盈利预测。伊利目前交易在 19x 2023 P/E，略低于蒙牛，估值相对具有吸引力。基于 23x 2023 P/E，我们上调伊利目标价至 39.4 人民币，维持“买入”。

图表 1：盈利预测变动

人民币百万	2022E			2023E			2024E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	122,744	124,016	-1.0%	136,829	139,771	-2.1%	148,794	153,675	-3.2%
毛利润	38,823	39,066	-0.6%	44,306	45,120	-1.8%	49,038	50,511	-2.9%
毛利率	31.6%	31.5%	0.1 pct	32.4%	32.3%	0.1 pct	33.0%	32.9%	0.1 pct
归母净利润	9,239	9,286	-0.5%	10,860	11,196	-3.0%	12,645	13,321	-5.1%
归母净利率	7.5%	7.5%	0.0 pct	7.9%	8.0%	-0.1 pct	8.5%	8.7%	-0.2 pct

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

林闻嘉

消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2023 年 1 月 31 日

伊利 (600887.CH)

买入

目标价 (人民币)	39.4
潜在升幅/降幅	20.9%
目前股价 (人民币)	32.6
52 周内股价区间 (人民币)	24.5-41.2
总市值 (百万人民币)	208,491
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	1,361.0

注：截至 2023 年 1 月 31 日收盘价

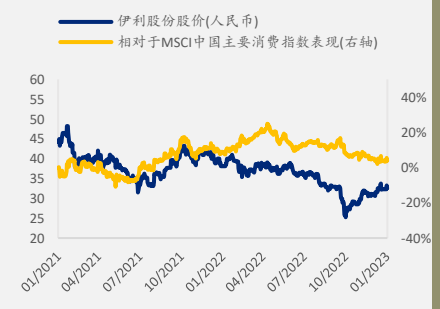
市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



*数据截至 2023 年 1 月 31 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 伊利股份

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	96,886	110,595	122,744	136,829	148,794
同比	7.4%	14.2%	11.0%	11.5%	8.7%
营业成本	-67,453	-76,417	-83,221	-91,757	-98,923
税金及附加	-547	-664	-699	-766	-833
毛利润	28,886	33,515	38,823	44,306	49,038
毛利率	29.8%	30.3%	31.6%	32.4%	33.0%
销售费用	-16,884	-19,315	-22,683	-25,476	-27,652
管理费用	-3,883	-4,227	-5,444	-5,906	-6,396
其他经营收入及收益	-487	-601	-757	-766	-694
经营利润	7,633	9,372	9,939	12,158	14,296
经营利润率	7.9%	8.5%	8.1%	8.9%	9.6%
财务费用	-188	29	388	477	464
其他收益	676	809	800	800	800
投资净收益	600	461	300	300	300
减值损失/收益	-162	-442	-410	-410	-410
营业利润	8,558	10,230	11,017	13,325	15,450
营业外收入	49	58	58	58	58
营业外支出	-457	-176	-300	-300	-300
利润总额	8,150	10,112	10,776	13,083	15,208
所得税	-1,051	-1,380	-1,487	-1,805	-2,099
所得税率	-12.9%	-13.6%	-13.8%	-13.8%	-13.8%
净利润	7,099	8,732	9,289	11,278	13,110
减: 少数股东损益	21	27	50	417	464
归母净利润	7,078	8,705	9,239	10,860	12,645
归母净利率	7.3%	7.9%	7.5%	7.9%	8.5%
同比	2.1%	23.0%	6.1%	17.6%	16.4%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,695	31,742	33,523	33,266	35,570
现金及等价物	11,434	31,080	32,861	32,604	34,908
其他	262	662	662	662	662
应收票据及应收账款	1,759	2,107	2,919	2,739	2,978
预付款项	1,290	1,520	2,023	1,880	2,045
其他应收款	115	126	126	126	126
存货	7,545	8,917	11,424	13,418	14,466
其他流动资产	5,976	5,742	5,838	5,838	5,838
流动资产合计	28,381	50,155	55,852	57,266	61,022
长期股权投资	2,903	4,210	4,210	4,210	4,210
固定资产	23,343	29,379	32,855	35,662	37,802
在建工程	5,425	3,736	3,736	3,736	3,736
无形资产	1,536	1,609	4,247	4,287	4,311
商誉	362	306	4,456	4,456	4,456
递延所得税资产	1,294	1,184	8,686	8,686	8,686
其他非流动资产	7,911	11,384	8,889	8,889	8,889
非流动资产合计	42,774	51,807	67,078	69,925	72,089
短期借款	6,957	12,596	22,539	22,539	22,539
应付票据及应付账款	11,636	14,062	16,708	16,891	18,210
合同负债	6,056	7,891	7,891	7,891	7,891
应付职工薪酬	2,713	3,168	3,516	3,920	4,262
应交税费	632	403	903	903	903
其他应付款	3,137	3,515	3,515	3,515	3,515
其他流动负债	3,638	1,661	1,796	1,796	1,796
流动负债合计	34,768	43,296	56,869	57,455	59,117
长期借款	1,375	5,380	6,614	6,614	6,614
应付债券	3,762	3,188	3,188	3,188	3,188
其他非流动负债	716	1,307	1,759	1,759	1,759
非流动负债合计	5,853	9,875	11,560	11,560	11,560
股本	7,500	20,669	20,669	20,669	20,669
储备	22,884	27,040	29,811	33,069	36,863
少数股东权益	149	1,083	4,022	4,439	4,903
所有者权益合计	30,533	48,791	54,501	58,177	62,435

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

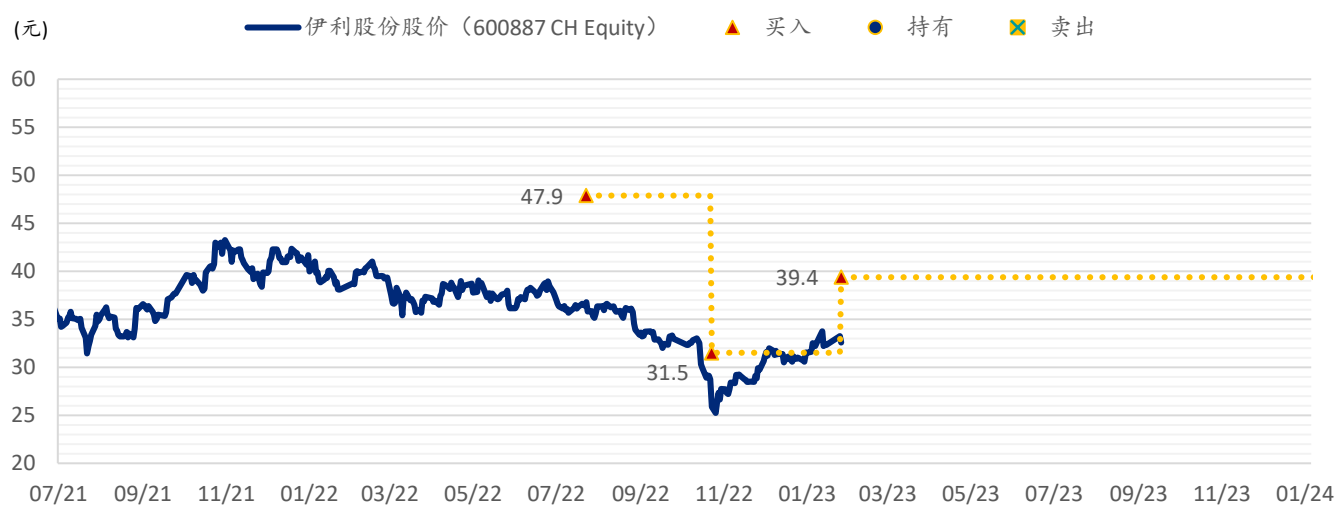
现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7,099	8,732	9,289	11,278	13,110
固定资产折旧	2,223	3,033	4,124	4,792	5,460
无形资产摊销	83	118	183	261	276
财务费用	668	826	388	477	464
存货的减少	195	-838	-47	-1,993	-1,048
经营性应收项目的减少	-3,302	-891	-1,314	323	-404
经营性应付项目的增加	2,657	3,909	3,495	586	1,662
其他	229	639	584	100	100
经营活动产生的现金流量净额	9,852	15,528	16,702	15,822	19,620
资本开支	-6,522	-6,683	-10,700	-8,300	-8,300
投资支付的现金	-3,961	-979	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	-518	-10,800	0	0
其他	1,440	383	300	300	300
投资活动产生的现金流量净额	-9,043	-7,797	-21,200	-8,000	-8,000
吸收投资收到的现金	248	12,255	1,957	0	0
取得借款收到的现金	74,557	126,938	11,176	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	0	636	0	0	0
偿还债务支付的现金	-69,436	-121,958	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-5,310	-5,693	-6,855	-8,079	-9,316
其他	-106	-234	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-47	11,945	6,278	-8,079	-9,316
现金及现金等价物净增加额	367	19,647	1,780	-257	2,304
期初现金及现金等价物余额	11,067	11,434	31,080	32,861	32,604
期末现金及现金等价物余额	11,434	31,080	32,861	32,604	34,908

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.17	1.43	1.44	1.70	1.98
每股销售额	15.93	17.28	19.18	21.38	23.25
每股股息	0.82	0.96	1.01	1.19	1.38
同比变动					
收入	7.4%	14.2%	11.0%	11.5%	8.7%
经营溢利	3.1%	22.8%	6.1%	22.3%	17.6%
归母净利润	2.1%	23.0%	6.1%	17.6%	16.4%
费用与利润率					
毛利率	29.8%	30.3%	31.6%	32.4%	33.0%
经营利润率	7.9%	8.5%	8.1%	8.9%	9.6%
归母净利率	7.3%	7.9%	7.5%	7.9%	8.5%
回报率					
平均股本回报率	25.0%	22.0%	18.0%	20.0%	21.7%
平均资产回报率	10.8%	10.1%	8.3%	9.0%	10.1%
资产效率					
应收账款周转天数	7.8	7.3	7.3	7.3	7.3
库存周转天数	56.7	53.4	53.4	53.4	53.4
应付账款周转天数	66.7	67.2	67.2	67.2	67.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.8	1.2	1.0	1.0	1.0
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
负债/权益	1.3	1.1	1.3	1.2	1.1
估值					
市盈率 (x)	27.8	22.8	22.6	19.2	16.5
市销率 (x)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.4
股息率	2.5%	2.9%	3.1%	3.6%	4.2%

图表 2: SPDBI 目标价: 伊利股份



注: 数据截至 2023 年 1 月 31 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

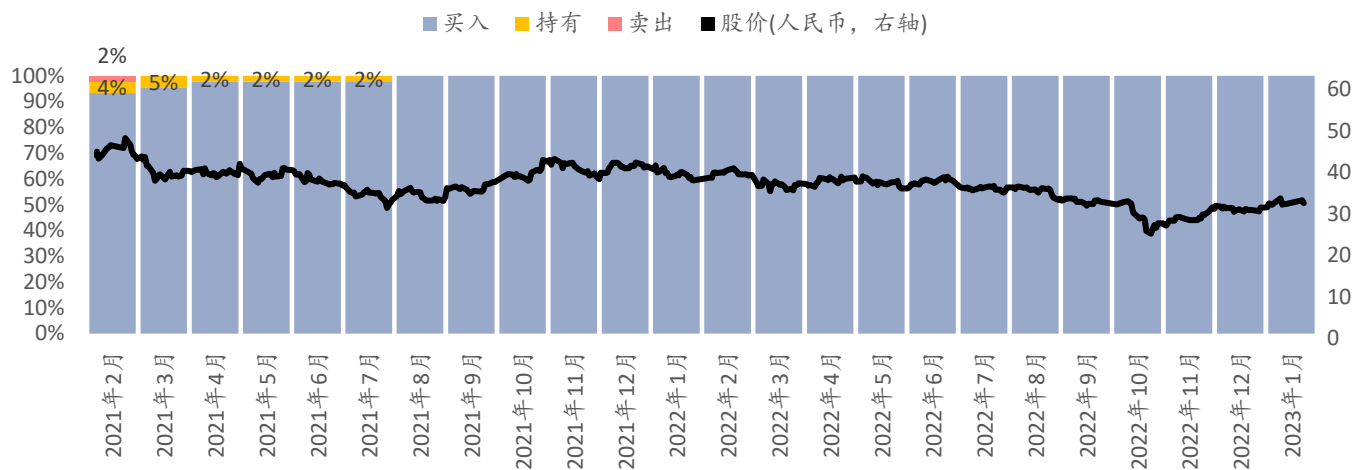
图表 3: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	76.8	买入	87.6	2023 年 1 月 9 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	118.7	买入	131.0	2023 年 1 月 11 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	10.5	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	98.3	买入	6.3	2022 年 12 月 1 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	6.2	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	59.0	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	120.2	买入	159.6	2023 年 1 月 30 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	24.7	持有	20.0	2022 年 10 月 27 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	75.5	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	101.0	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.2	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	32.6	买入	39.4	2023 年 1 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	37.8	买入	45.6	2023 年 1 月 12 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.7	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.5	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	4.2	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	33.6	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.2	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 1 月 31 日收盘价。

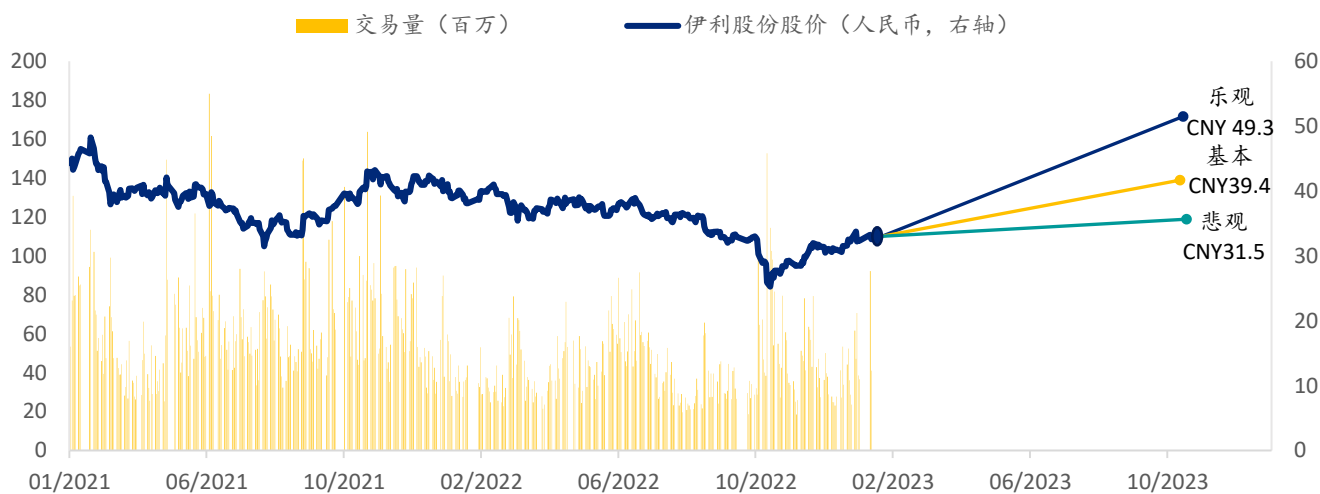
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：伊利市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：伊利 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入和利润率增长好于预期

目标价：49.3 港元
概率：25%

- 23 年销售单价提升超 8%；
- 23 年液态奶销量增长超 10%；
- 23 年奶粉业务增速同比增长超 20%
- 23 年广告费用率下降 20bps；

悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期

目标价：31.5 港元
概率：20%

- 23 年产品销售单价同比持平；
- 23 年液态奶销量增长同比持平；
- 23 年奶粉业务同比增长 5%
- 23 年广告费用率同比提升 20bps

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

