

控货与费用扰动，短期业绩承压 ——2022年三季度报点评

伊利股份(600887)

推荐(维持)

核心观点:

事件: 10月27日, 公司发布2022年三季度报告。

需求弱复苏与主动控货, 22Q3 收入增速放缓。2022年前三季度收入为938.61亿元, 同比+10.4%; 折合22Q3为303.98亿元, 同比+6.7%, 其中内生同比+1~2%。**总体看,**22Q3收入端增速环比放缓, 主要系疫情限制高端白奶、常温酸奶终端需求, 同时公司主动控制发货以维护价盘与渠道库存良性。**分产品看,**22Q3液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品收入分别同比-5%/+65%/35%/55%, 其中液奶下滑主要受常温酸奶、低温产品拖累, 奶粉/奶酪表现良好, 预计前三季度分别同比+20%/30%, 第二增长曲线逐渐清晰。**渠道方面,**22Q3末经销商数量为19321家, 同比+33%, 环比+2%, 渠道网络不断加密, 公司对终端的掌控力进一步增强。

销售费用扰动, 22Q3 盈利承压。2022年前三季度归母净利润为80.61亿, 同比+1.5%; 折合22Q3为19.29亿, 同比-26.5%。**总体看,**利润端同比下滑主要系销售费用扰动。**毛利率:**22Q3毛利率为30.8%, 同口径下同比+0.6pct, 主要受益于原奶成本回落以及产品结构优化。**费用率:**22Q3销售费用率18.8%, 同比+3.3pct, 主要系收入增速放缓致规模效应减弱, 此外有部分广告宣传延迟到22Q3投放与确认费用; 22Q3管理费用率3.9%, 同比+0.3pct, 主要系澳优并表所致。**净利率:**22Q3净利率为6.32%, 同比-3.0pct, 主要归因于销售费用率提升幅度较大, 而毛利率提升与公允价值变动仅能对冲小部分。

预计 22Q4 环比改善, 长期关注第二增长曲线。短期看, 22Q4有望实现环比弱改善, 主要得益于: 1) 终端需求的稳步恢复; 2) 低基数效应; 3) 2023年春节备货期将前置至22Q4; 4) 费用投放节奏恢复正常。**中长期看,**仍看好公司作为乳业龙头的业绩增长确定性与成长空间: 1) 乳制品行业仍具备空间大+结构优化+竞争趋缓等属性; 2) 公司拥有奶源优势, 并且在品牌与渠道方面具备强竞争力, 布局奶粉+奶酪等新品类, 有望成功构造第二增长曲线。

投资建议: 根据三季度业绩情况, 预计2022-2024年归母净利润为94.12/110.88/131.69亿元, 同比+8.1%/17.8%/18.8%, EPS为1.47/1.73/2.06元, 对应PE为18/15/13X。公司目前PE(TTM)为19X, 接近最近10年最低值16X。考虑到乳制品行业的品类升级空间以及公司作为龙头的竞争优势, 维持“推荐”评级。

风险提示: 消费复苏不及预期, 成本压力超预期, 食品安全问题等。

主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	110595.20	122050.00	136010.00	150045.00
增长率	14.15%	10.36%	11.44%	10.32%
归母净利润(百万元)	8704.92	9412.63	11088.89	13169.74
增长率	22.98%	8.13%	17.81%	18.77%
摊薄 EPS(元)	1.36	1.47	1.73	2.06
PE	30.48	17.59	14.94	12.58

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

分析师

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

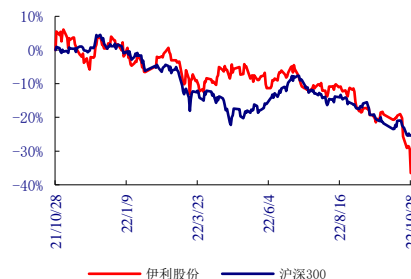
分析师登记编码: S0130511090001

市场数据

2022-10-28

A股收盘价(元)	25.88
股票代码	600887
A股一年内最高价(元)	43.24
A股一年内最低价(元)	25.88
上证指数	2,982.90
市盈率	3.45
总股本(万股)	639,935
实际流通A股(万股)	630,799
流通A股市值(亿元)	1,633

相对沪深300表现图



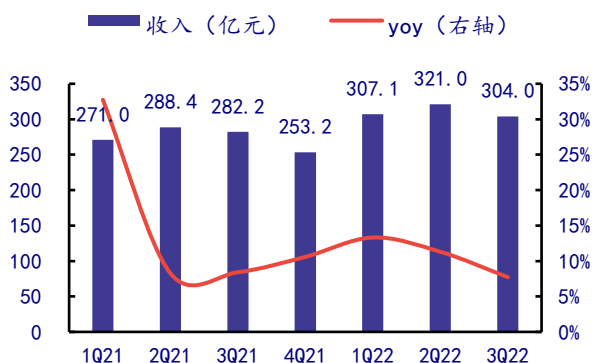
资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食品饮料】食品饮料2022年中期投资策略报告: 关注疫后复苏与盈利改善性α机会

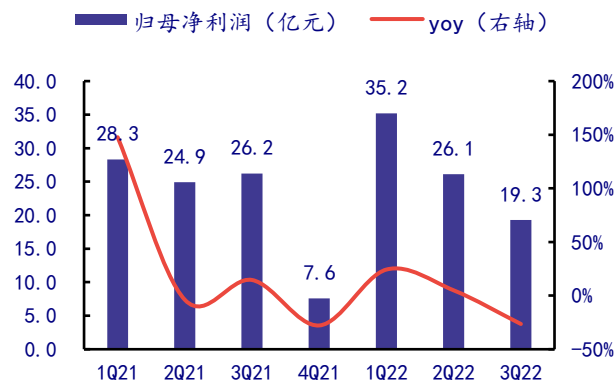
【银河食品饮料】行业月度动态报告: 需求阶段性弱复苏, 啤酒行业表现突出

图 1: 伊利股份单季度收入与增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 2: 伊利股份单季度利润与增速



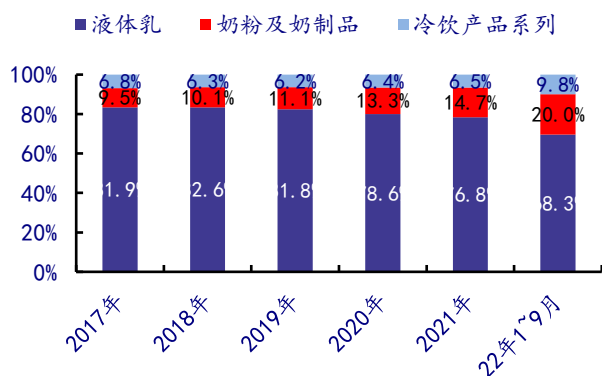
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 3: 伊利股份单季度盈利能力变化



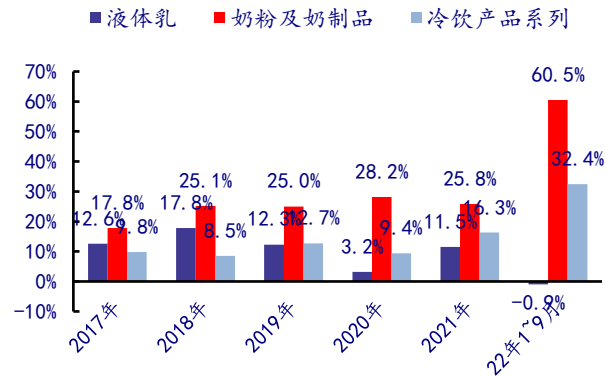
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 4: 伊利股份单季度收入结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 5: 伊利股份主要业务单季度增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

周颖：清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

刘光意：经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入银河证券研究院，覆盖餐饮供应链、调味品、软饮料、乳制品等行业，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险和损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn