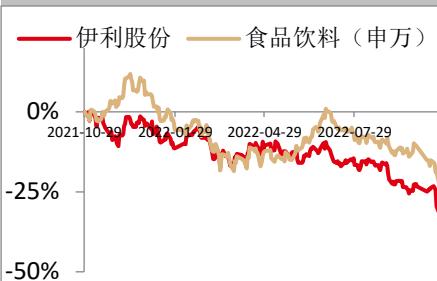


股票投资评级

推荐 | 维持

### 个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 公司基本情况

52 周内高	44.25
52 周内低	25.88
总市值(亿元)	1656
流通市值(亿元)	1633
总股本(亿股)	63.99
A 股(亿股)	63.99
一已流通(亿股)	63.08
一限售股(亿股)	0.91

### 研究所

分析师：蔡雪昱

SAC 登记编号：S1340522070001

Email：caixueyu@cnpsec.com

分析师：华夏霖

SAC 登记编号：S1340522090003

Email：huaxialin@cnpsec.com

## 伊利股份三季报点评 (600887.SH):

短期经营承压，长期需求仍然向好

### ● 事件

公司前三季度实现营收 935.00 亿元，同比增长 10.42%，归母净利润 80.61 亿元，同比增 1.47%，扣非归母净利润 75.81 亿元，同比增长 0.45%；单三季度营业收入 302.87 亿元，同比增长 6.72%，归母净利润 19.29 亿元，同比下滑 26.46%，扣非归母净利润 16.93 亿元，同比下滑 3.27%。单三季度营收符合此前预期，净利润低于预期。

### ● 核心观点：

**疫情短期影响礼赠需求，液奶低迷拖累 Q3 业绩，其他品类增速稳健。**分品类看，2022 年前三季度液奶/奶粉/冷饮/其他分别实现营收 641.02/187.28/92.00/3.11 亿元，同比分别 -0.95%/+60.50%/+32.43%/+109.32%，单三季度分别实现营收 212.10/66.57/19.06/1.04 亿元，同比分别 -4.92%/+64.70%/+35.25%/+54.49%。散发式疫情导致部分地区礼赠需求缺失叠加消费需求下滑后消费者自饮注重性价比，因此高端白奶、常温酸品类增速放缓，而基础白奶仍保持双位数增长，综合看单三季度液奶销量放缓影响整体业绩。奶粉、冷饮、奶酪等品类仍维持稳健表现，其中奶粉内生增速 20%以上，尤其一段奶粉增速更高，公司获客能力持续加强；冷饮继续保持行业领先；奶酪品类份额跃居行业第二。分渠道看，前三季度经销/直营分别实现营收 895.40/28.02 亿元，同比增长 10.73%/6.94%，单三季度分别实现营收 289.31/9.47 亿元，同比增长 7.44%/5.18%。Q3 线上线下增速均有回落，疫情短期抑制消费需求。分区域看，单三季度华北/华南/华中/华东/其他分别实现营收 79.46/73.89/55.69/56.42/33.30 亿元，其中疫情影响较重的华北、华南环比均有中高个位数下滑。三季度末公司合作经销商 19321 家，较 2 季度末净增 443 家，疫情之下公司仍持续推进渠道开拓。

**结构调整毛利率稳健，费用率提升净利率承压。**公司前三季度毛利率为 32.86%，同比提升 1.4 个百分点，单三季度毛利率 31.02%，同比提升 0.65 个百分点，公司理性的销售策略配合产品结构调整，毛利率维持稳定。费用端，公司 Q3 净利率同比下降 3 个百分点至 6.3%，主要由于单三季度销售费用率大幅提升，同比增长 3.3 个百分点至 18.75%。公司单三季度利润承压主要因为：1. 疫情扰动影响下综艺

投放延后，集中在三季度播出，费用计入体现较多。2. 澳优存货公允价值变动影响，同时澳优渠道清库存下销售费用率提升，剔除后销售费用率提升在 2 个百分点。

短期来看，Q4 敷发式疫情仍然延续，但根据 10 月表现看势头已有好转，同时 Q4 进入春节备货旺季，消费表现预计更具韧性。长期视角，我国人均乳制品消费量相较饮食文化类似的日韩港台地区偏低，未来增量空间仍在。液奶品类看，下沉市场为基础产品提供增量空间，高线城市提供产品结构升级需求。奶粉品类，伴随公司在奶粉品牌、奶源、产品线、渠道布局愈加完善，实现奶粉行业第一的目标在望，同时高毛利的奶粉品类营收占比提升将持续改善公司毛利率水平。此外，公司奶酪、低温鲜奶势头良好，均已进入细分品类头部行列，伴随规模提升，未来有望为公司利润带来新增量。

### ● 盈利预测与投资建议

受到单三季度液奶营收下滑的影响，下调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现营收 1219.79/1372.20/1512.89 亿元（前值为 1269.70/1472.14/1662.45 亿元），同比增长 10.29%/12.50%/10.25%；实现归母净利润 93.51/110.68/129.39 亿元，（前值为 104.33/128.00/149.63 亿元），同比增长 7.42%/18.37%/16.90%；对应 EPS 为 1.46/1.73/2.02 元（前值为 1.63/2.00/2.34 元）；对应当前股价 PE 为 18/15/13 倍。虽然公司当前面临疫情扰动，短期营收利润承压，但长期看消费者对健康需求的趋势不改，高端液奶、奶粉等高毛利品类占比仍有提升空间，结构升级叠加原奶价格持续性改善，公司净利率预计小幅提升。近期公司股价已大幅回调，当前估值水平已至历史低位，考虑公司未来 3 年归母净利润复合增速略有放缓，下调公司目标价至 36.5 元，对应 2022 年 25 倍 PE，维持“推荐”评级。

### ● 风险提示

疫情导致需求疲软，原奶价格波动，食品安全，竞争加剧价格战风险。

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入： 百万元	110595.21	121978.60	137220.40	151289.47
同比增速%	14.15%	10.29%	12.50%	10.25%
归属于母公司净利润： 百万元	8704.92	9350.77	11068.40	12938.50
同比增速%	22.98%	7.42%	18.37%	16.90%
EPS 元/股	1.36	1.46	1.73	2.02
PE	19.03	17.71	14.96	12.80

资料来源：公司公告，iFinD，中邮证券研究所测算

注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

**财务预测三表**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	11695	31742	24763	29883	35325	营业收入	96886	110595	121979	137220	151289
应收账款+票据	1759	2107	2349	2642	2913	营业成本	67453	76417	83135	92880	101889
预付账款	1290	1520	1627	1830	2018	税金及附加	547	664	736	828	913
存货	7545	8917	10125	11311	12409	营业费用	16884	19315	22322	25317	27535
其他	6091	5868	6113	6865	7559	管理费用	4370	4828	5367	6106	6732
<b>流动资产合计</b>	<b>28381</b>	<b>50155</b>	<b>44977</b>	<b>52532</b>	<b>60224</b>	财务费用	188	-29	560	188	72
长期股权投资	2903	4210	4507	4805	5103	资产减值损失	-339	-427	-410	-461	-508
固定资产	23343	31874	32052	32066	30172	公允价值变动收益	171	121	100	100	100
在建工程	5425	3736	1868	0	0	投资净收益	600	461	535	535	535
无形资产	1536	1609	1341	1073	805	其他	1044	1126	1011	1021	999
其他非流动资产	9567	10379	10107	9834	9767	<b>营业利润</b>	<b>8920</b>	<b>10682</b>	<b>11096</b>	<b>13097</b>	<b>15275</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>42774</b>	<b>51807</b>	<b>49875</b>	<b>47778</b>	<b>45846</b>	营业外净收益	-408	-118	-204	-204	-204
<b>资产总计</b>	<b>71154</b>	<b>101962</b>	<b>94852</b>	<b>100310</b>	<b>106070</b>	利润总额	8512	10564	10892	12893	15071
短期借款	6957	12596	0	0	0	所得税	1051	1380	1515	1793	2096
应付账款+票据	11636	14062	15187	16968	18613	<b>净利润</b>	<b>7461</b>	<b>9183</b>	<b>9377</b>	<b>11100</b>	<b>12975</b>
其他	16176	16638	20325	22783	25035	少数股东损益	21	27	26	31	37
<b>流动负债合计</b>	<b>34768</b>	<b>43296</b>	<b>35512</b>	<b>39751</b>	<b>43648</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7440</b>	<b>9156</b>	<b>9351</b>	<b>11068</b>	<b>12939</b>
长期带息负债	5137	8984	6885	4823	2850						
长期应付款	71	208	208	208	208						
其他	645	683	683	683	683						
<b>非流动负债合计</b>	<b>5853</b>	<b>9875</b>	<b>7776</b>	<b>5715</b>	<b>3741</b>						
<b>负债合计</b>	<b>40622</b>	<b>53171</b>	<b>43288</b>	<b>45465</b>	<b>47389</b>						
少数股东权益	149	1083	1109	1141	1177						
股本	6083	6400	6400	6400	6400						
资本公积	1417	14269	14269	14269	14269						
留存收益	22884	27040	29785	33036	36835						
<b>股东权益合计</b>	<b>30533</b>	<b>48791</b>	<b>51563</b>	<b>54845</b>	<b>58681</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>71154</b>	<b>101962</b>	<b>94852</b>	<b>100310</b>	<b>106070</b>						
现金流量表						财务比率					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	7461	9183	9377	11100	12975	<b>成长能力</b>					
折旧摊销	2442	3288	2830	2994	2830	营业收入	7.38%	14.15%	10.29%	12.50%	10.25%
财务费用	188	-29	560	188	72	EBIT	1.66%	20.93%	13.57%	14.23%	15.76%
存货减少	170	-1372	-1207	-1187	-1097	EBITDA	6.10%	24.03%	6.81%	12.56%	11.80%
营运资金变动	-450	2180	3011	1803	1647	归母净利润	2.08%	22.98%	7.42%	18.37%	16.90%
其它	41	2145	745	724	634	<b>获利能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	<b>9852</b>	<b>15395</b>	<b>15315</b>	<b>15623</b>	<b>17061</b>	毛利率	30.38%	30.90%	31.84%	32.31%	32.65%
资本支出	-6590	-6508	-600	-600	-600	净利率	7.33%	7.90%	7.69%	8.09%	8.58%
长期投资	-3346	-1364	0	0	0	ROE	23.30%	18.25%	18.53%	20.61%	22.50%
其他	893	74	165	165	165	ROIC	26.01%	24.00%	22.10%	27.53%	33.76%
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9043</b>	<b>-7797</b>	<b>-435</b>	<b>-435</b>	<b>-435</b>	<b>偿债能力</b>					
债权融资	5563	9486	-14695	-2062	-1973	资产负债	57.09%	52.15%	45.64%	45.32%	44.68%
股权融资	-14	318	0	0	0	流动比率	0.8	1.2	1.3	1.3	1.4
其他	-5596	2142	-7165	-8007	-9211	速动比率	0.4	0.8	0.8	0.8	0.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-47</b>	<b>11945</b>	<b>-21860</b>	<b>-10068</b>	<b>-11185</b>	<b>营运能力</b>					
<b>现金净增加额</b>	<b>367</b>	<b>19514</b>	<b>-6980</b>	<b>5120</b>	<b>5442</b>	应收账款周转率	59.9	56.5	57.2	57.2	57.2
						存货周转率	8.9	8.6	8.2	8.2	8.2
						总资产周转率	1.4	1.1	1.3	1.4	1.4
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.1	1.4	1.5	1.7	2.0
						每股经营现金流	1.5	2.4	2.4	2.4	2.7
						每股净资产	4.7	7.5	7.9	8.4	9.0
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	23.4	19.0	17.7	15.0	12.8
						市净率	5.5	3.5	3.3	3.1	2.9
						EV/EBITDA	25.6	19.7	11.0	9.4	8.1
						EV/EBIT	33.1	26.1	13.7	11.5	9.6

资料来源：公司公告，iFinD，中邮证券研究所测算

注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

## 中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。