



2022-11-03

公司点评报告

买入/维持

伊利股份(600887)

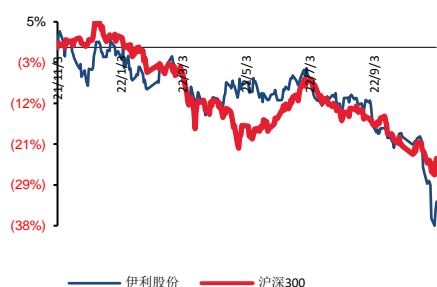
目标价: 43

昨收盘: 27.34

食品饮料 饮料乳品

伊利股份：业绩短期承压，期待环比改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	6,399/6,308
总市值/流通(百万元)	174,958/172,460
12 个月最高/最低(元)	43.24/25.24

相关研究报告：

伊利股份(600887)《伊利股份：产品结构不断优化，盈利水平提升可期》——2022/09/01

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：李梦鹏

电话：15216670756

E-MAIL: limx@tpyzq.com

执业资格证书编码：

事件：公司发布 2022 年三季报，2022 前三季度营业收入 935 亿元（+10.4%），归母净利润 80.6 亿元（+1.5%），扣非归母净利润 75.8 亿元（+0.4%）。2022Q3 营业收入 302.9 亿元（+6.7%），归母净利润 19.3 亿元（-26.5%），扣非归母净利润 16.9 亿元（-33.3%）。

点评：

收入分析：液态奶拖累整体表现，奶粉冷饮快速增长。2022 前三季度，公司实现营收 935 亿元，同比增加 10.4%（Q1：+13.5%；Q2：+11.2%；Q3：+6.7%）。剔除并表影响，前三季度公司内生收入同比增长 7% 左右。**1) 分产品：**液态奶拖累公司整体表现，22Q3 液体乳收入 212.1 亿元（-4.9%），主要系疫情之下消费场景缺失叠加公司主动控货影响。奶粉及奶制品表现亮眼，22Q3 收入 66.6 亿元（+64.7%），主要系公司持续对奶粉及奶制品大力投入。冷饮产品收入 19.1 亿元（+35.3%），主要系 Q3 持续高温助推冷饮销售。**2) 分渠道：**2022 前三季度经销收入 895.4 亿元（+10.7%），直营收入 28.0 亿元（+6.9%）；2022Q3 经销收入 289.3 亿元（+7.4%），直营收入 9.5 亿元（+5.2%）。**3) 经销商数量：**Q3 公司经销商数量 19321 家（+32.7%），其中华北、华南、华中、华东、其他地区同比增速为+31.1%、+33.9%、+35.6%、+29.5%、+32.9%。

本费利分析：毛利率稳中有升，费用率拖累盈利表现。受销售费用率拖累，公司 Q3 扣非归母净利率 5.6%，同比下滑 3.3pct。22Q3 毛利率为 30.8%（+0.6pct），主要系公司控制买赠促销力度维持价盘稳定，此外生鲜乳价格 Q3 同比小幅下行。22Q3 销售费用率 18.8%（+3.3pct），主要系液奶事业部费用率提升以及部分综艺因疫情影响延期至三季度进行播放。

Q4 展望：需求有望环比改善，全年利润率预计持平。收入端，预计未来疫情政策逐渐好转，Q4 进入销售旺季，春节提前叠加去年低基数，礼赠与在外场景回归，液奶收入增速有望明显提升，公司第二增长曲线奶粉和奶酪业务也将不负众望，继续增速领跑，Q4 收入预计实现两位数增长。**成本端，**Q4 原奶价格有望回落，成本承压将会略微减小。

费用端，受去年同期冬奥一次性费用投入影响，预计 Q4 销售费用率有一定下降，有望维持之前全年内生净利率不下降的目标。

长期展望：产品矩阵逐渐丰富，全渠道战略布局，竞争优势持续强化。

1) 产品端：公司龙头地位牢固，冷饮业务巧乐兹作为冰淇淋第一品牌，市场份额持续行业第一；婴幼儿配方奶粉增速位居行业第一，成人奶粉稳居市场第一，金典有机、安慕希等明星产品持续发力，同时积极推新，聚焦有机乳品、乳基营养品以及奶酪零食、天然矿泉水等高增长业务发展，同时不断提升公司创新能力，满足消费者的消费升级需求，为业务持续增长贡献源源不断的内生动力。公司中长期依旧会稳步前行。

2) 渠道端：公司加快全渠道战略布局，在夯实现原有渠道的基础上，大力拓展新兴渠道，届时公司的渠道渗透率将进一步提升。疫情下科学化的渠道结构，使得公司具有相对同行更强大的盈利能力，也助力产品销量的持续增长。此外，积极开拓海外市场，立足于全球供应链协同运营平台，实现国内与东南亚、新西兰基地间的高效联动，有望为企业带来更多业务增长机会。

3) 产能端：公司实施“全球织网”计划布局生产基地，将继续优化海内外市场及生产基地联动机制，全面提升全球供、产、销的统筹规划和运营协同及风险应急能力，进一步夯实“全球供应链网络”高效协同优势。

盈利预测与估值：公司短期受疫情影响收入业绩承压，9 月以来公司液态奶动销环比改善，预计 Q4 收入增速环比提升，利润率实现修复。我们预计公司 2022-2024 年收入增速 11.2%，11.8%，10.5%，归母净利润增速 9.0%，16.3%，15.4%，EPS 分别为 1.48、1.72、1.99 元。按照 2023 年业绩给予 25X 估值，一年目标价 43 元，维持买入评级。

风险提示：原材料价格波动风险，食品安全事件风险，新产品不及预期。

■ 主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
--	------	-------	-------	-------

营业收入(百万元)	110595	122982	137494	151931
增长率 (%)	14.15%	11.20%	11.80%	10.50%
净利润(百万元)	8705	9488	11035	12734
增长率 (%)	22.98%	9.00%	16.30%	15.40%
摊薄每股收益(元)	1.36	1.48	1.72	1.99
P/E	20	18	16	14

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。