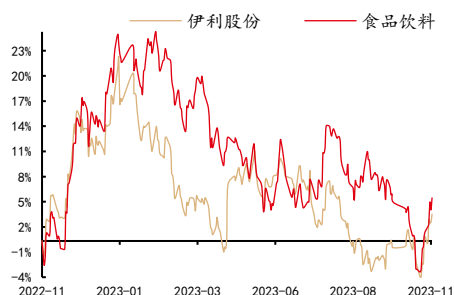


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	27.60
总股本/流通股本(亿股)	63.66 / 63.05
总市值/流通市值(亿元)	1,757 / 1,740
52周内最高/最低价	33.75 / 25.59
资产负债率(%)	58.7%
市盈率	18.65
第一大股东	香港中央结算有限公司

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(600887)

成本改善+控费稳健，Q3 净利率超预期

● 事件

公司发布 2023 年三季报，前三季度实现总营收/归母净利润/扣非归母净利润 974.04/93.8/84.54 亿元，同比 +3.77%/+16.36%/+11.51%。公司单三季度实现总营收/归母净利润/扣非归母净利润 312.07/30.75/26.57 亿元，同比 +2.66%/+59.44%/+56.95%。营收基本符合预期，单三季度利润超预期。

● 核心观点

液奶受益双节礼赠场景等需求回升，同比增速改善显著，其中常温白奶预计实现双位数增长，低温鲜继续保持高增速。奶粉及奶制品持续受婴儿粉需求端疲软影响 Q3 短期有下滑，但前三季度总体仍实现相对稳健增长，成人粉推出多款功能性产品后继续实现快速增长。冷饮预计受气候因素叠加出货节奏影响短期营收有波动。分产品看，2023 年前三季度液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品分别实现营收 654.32 /199.22 /103.83 /4.72 亿元，分别同比 +2.07%/+6.38%/+12.86%/+51.50%；单 Q3 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品分别实现营收 230.08 /64.01 /12.26 /1.51 亿元，分别同比 +8.48%/-3.85%/-35.69%/+44.40%。分渠道看，23 前三季度经销/直销分别实现营收 932.21/29.87 亿元，分别同比 +4.11%/+6.62%。分地区看，前三季度华北/华南/华中/华东/其他分别实现营收 263.73 /242.36 /187.77 /154.09 /114.14 亿元，分别同比 +4.83%/+5.74%/+10.66%/-8.08%/+8.37%；单 Q3 同比 +6.90%/+2.02%/+14.99%/-13.61%/+4.31%。三季度末公司合作经销商 19608 家，环比 Q2 末减少 1081 个。

单三季度公司原奶成本改善，叠加双节备货期间偏高端礼赠产品有增长，驱动产品结构升级，两者共同驱动三季度毛利率提升。同时，费用端各项费用 Q3 同比均有改善，驱动利润率超预期提升。2023 年前三季度，公司毛利率/归母净利率为 33.12%/9.63%，分别同比 +0.26/+1.04pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.66%/3.98%/0.57%/-0.29%，分别同比 -0.82/-0.11/0/+0.02pct。23Q3，公司毛利率/归母净利率为 32.58%/9.85%，分别同比 +1.56/+3.51pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.88%/3.92%/0.67%/-0.18%，分别同比 -0.88/-0.66/-0.07/-0.26pct。

看未来，消费持续复苏，液奶中刚需品类预计增速稳健，而偏可选品类有望重回增长态势；奶粉等奶制品、冷饮品类市占率有望进一步提升。短期看，2023 年伴随经济弱复苏，消费需求复苏较慢，但从 Q3 看节日礼赠需求有回升，产品结构升级有望延续。长期视角看，我

国内地人均乳制品消费量相较饮食文化类似的日韩以及我国港台地区仍然偏低，未来增量空间仍在。液奶品类看，下沉市场深耕开拓有望继续为基础白奶提供增量空间，高线城市在复苏趋势下产品结构升级需求动能有望回升。奶粉品类，当前公司在婴配粉、成人粉品类市占率均领先行业，公司后续有望在配方注册制下通过研发创新、全球化、多品类布局等优势继续提升市场份额。

● 投资建议与盈利预测

乳制品行业整体消费复苏偏慢，但公司利润增长略超预期，我们调整公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营收 1298.16/1402.34/1510.11 亿元（前值为 1358.73/1481.98/1605.69 亿元），同比增长 5.4%/8.02%/7.69%（前值为 10.31%/9.07%/8.35%）；实现归母净利润 105.50/121.61/136.98 亿元（前值为 108.26/127.55/146.70 亿元），同比增长 11.87%/15.26%/12.64%（前值为 14.80%/17.81%/15.01%）；对应 EPS 为 1.66/1.91/2.15 元（前值为 1.69/1.99/2.29 元）；对应当前股价 PE 为 17/14/13 倍。公司股价对应估值水平已至历史低位，考虑明年需求端有望重回复苏且奶价波动影响减弱，维持“买入”评级。

● 风险提示：

消费需求疲软，原奶价格波动，食品安全，竞争加剧价格战风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	123171	129816	140234	151011
增长率(%)	11.37	5.40	8.02	7.69
EBITDA（百万元）	14262.63	16342.61	18350.63	20062.86
归属母公司净利润（百万元）	9431.06	10550.39	12160.54	13698.23
增长率(%)	8.34	11.87	15.26	12.64
EPS(元/股)	1.48	1.66	1.91	2.15
市盈率(P/E)	18.46	16.50	14.31	12.71
市净率(P/B)	3.46	3.26	3.05	2.85
EV/EBITDA	15.15	11.54	10.27	9.36

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	123171	129816	140234	151011	营业收入	11.4%	5.4%	8.0%	7.7%
营业成本	83119	86705	93223	100144	营业利润	6.2%	9.0%	15.0%	12.4%
税金及附加	742	767	829	893	归属于母公司净利润	8.3%	11.9%	15.3%	12.6%
销售费用	22908	23367	25102	26880	获利能力				
管理费用	5343	5322	5609	5889	毛利率	32.5%	33.2%	33.5%	33.7%
研发费用	822	779	841	906	净利率	7.6%	8.1%	8.7%	9.1%
财务费用	-255	1609	1462	1312	ROE	18.8%	19.8%	21.3%	22.4%
资产减值损失	-792	-599	-648	-697	ROIC	20.4%	17.8%	20.0%	21.0%
营业利润	11333	12349	14195	15958	偿债能力				
营业外收入	61	56	56	56	资产负债率	58.7%	56.6%	54.9%	53.1%
营业外支出	291	308	308	308	流动比率	0.99	0.95	0.92	0.89
利润总额	11103	12097	13943	15706	营运能力				
所得税	1312	1568	1807	2036	应收账款周转率	39.88	50.25	50.25	50.25
净利润	9791	10529	12136	13671	存货周转率	5.60	7.37	7.37	7.37
归母净利润	9904	10550	12161	13698	总资产周转率	0.94	0.99	1.04	1.09
每股收益(元)	1.48	1.66	1.91	2.15	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.48	1.66	1.91	2.15
货币资金	33853	34654	32523	30868	每股净资产	7.90	8.39	8.95	9.59
交易性金融资产	56	56	56	56	估值比率				
应收票据及应收账款	3250	2763	2985	3214	PE	18.46	16.50	14.31	12.71
预付款项	1834	1822	1968	2119	PB	3.46	3.26	3.05	2.85
存货	14836	11764	12649	13588	现金流量表				
流动资产合计	61463	58611	58334	58621	净利润	9318	9583	11190	12724
固定资产	36282	39363	45135	48946	折旧和摊销	3887	2637	2945	3045
在建工程	3443	4721	3000	3000	营运资本变动	-2013	4437	902	962
无形资产	4648	3873	3099	2324	其他	2048	2174	2027	1876
非流动资产合计	69502	73144	76477	79711	经营活动现金流净额	13240	18830	17063	18608
资产总计	130965	131755	134811	138332	资本开支	-5989	-6000	-6000	-6000
短期借款	26799	25799	24799	23799	其他	-13525	103	103	103
应付票据及应付账款	16807	16148	17362	18651	投资活动现金流净额	-19514	-5897	-5897	-5897
其他流动负债	18563	20005	21547	23163	股权融资	-34	0	0	0
流动负债合计	62170	61953	63708	65613	债务融资	18324	-3093	-3272	-3408
其他	14653	12559	10287	7879	其他	-9508	-9038	-10025	-10958
非流动负债合计	14653	12559	10287	7879	筹资活动现金流净额	8781	-12132	-13298	-14365
负债合计	76822	74512	73995	73492	现金及现金等价物净增加额	1927	801	-2131	-1655
股本	6399	6399	6399	6399					
资本公积金	14235	14235	14235	14235					
未分配利润	29633	32754	36352	40404					
少数股东权益	3875	3854	3829	3802					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	54143	57243	60815	64840					
负债和所有者权益总计	130965	131755	134811	138332					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>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。</p> <p>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。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	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的目前已公开的信息，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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048