

## 伊利股份 (600887.SH) 液态奶逐季改善，利润率持续提升

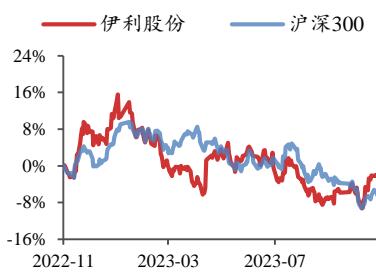
2023年11月16日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/15
当前股价(元)	27.26
一年最高最低(元)	33.80/25.20
总市值(亿元)	1,735.45
流通市值(亿元)	1,718.77
总股本(亿股)	63.66
流通股本(亿股)	63.05
近3个月换手率(%)	32.81

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《液态奶逐渐恢复，领先优势稳固——公司信息更新报告》-2023.8.30

《多业务发展，盈利能力提升可期——公司信息更新报告》-2023.4.29

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

叶松霖（分析师）

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790521060001

## ● 费用使用效率提升，盈利能力可提升，维持“买入”评级

伊利股份2023Q1-Q3实现总营收974.04亿元，同比增3.77%，归母净利93.8亿元，同比增16.36%；2023Q3实现营收311.09亿元，同比增2.71%，归母净利润30.75亿元，同比增59.44%。由于费效比持续提升，我们上调2023-2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利为108.0、119.8、134.1亿元（前值为109.6、127.7、149.1亿元），EPS为1.70、1.88、2.11（前值为1.63、1.85、2.12）元，当前股价对应PE为16.1、14.5、12.9倍。公司多业务布局，长期看盈利能力可稳步提升，维持“买入”评级。

## ● 中秋国庆双节礼赠场景恢复，液奶逐季改善

2023Q3公司液体乳、奶粉、冷饮业务分别+8.48%、-3.85%、-35.69%。分业务看：（1）液奶环比提速，增长主因：去年同期受疫情影响，基数较低；中秋国庆双节下礼赠需求恢复，金典等高端产品表现较好；（2）奶粉下滑主因婴配粉市场竞争激烈，但行业甩货影响减弱，环比降幅收窄。公司领先优势稳固，市场份额持续提升：（1）常温白奶市占率提升至43.4%，稳居行业第一；（2）成人奶粉市场零售额份额持续提升至23.9%，为行业第一。展望未来，乳制品具备必需消费品属性，随着消费回暖，液奶需求有望进一步恢复，产品结构持续改善下，预计2023年营收可稳步增长。

## ● 2023Q3公司净利率持续提升，主因毛利率提升、费率下降

2023Q3公司归母净利率同比增3.51pct至9.85%，主因：（1）毛利率提升1.6pct至32.37%；（2）销售费用率下降0.87pct至17.88%；（3）管理费用率下降0.66pct至3.92%。毛利率提升主因：（1）原奶价格下降；（2）2023Q3中秋国庆双节礼赠需求带动下产品结构升级，改善毛利率。销售费用率下降主因：精准投放费用，费用使用效率提升。管理费用率下降主因费用管控加强、规模效应显现。展望全年，预计结构持续优化下毛利率可提升；费用投放使用效率提升下费用率有所下降，公司归母净利率可持续改善。

## ● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110,144	122,698	127,247	135,969	146,078
YOY(%)	14.1	11.4	3.7	6.9	7.4
归母净利润(百万元)	8,705	9,431	10,799	11,976	13,410
YOY(%)	23.0	8.3	14.5	10.9	12.0
毛利率(%)	30.6	32.3	32.4	32.7	32.9
净利率(%)	7.9	7.7	8.5	8.8	9.2
ROE(%)	17.9	17.2	18.5	18.8	19.0
EPS(摊薄/元)	1.37	1.48	1.70	1.88	2.11
P/E(倍)	19.9	18.4	16.1	14.5	12.9
P/B(倍)	3.6	3.5	3.2	2.9	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	50155	61463	63978	69682	72547	<b>营业收入</b>	110144	122698	127247	135969	146078
现金	31742	33853	42671	39837	48649	营业成本	76417	83119	85960	91534	97995
应收票据及应收账款	2107	3250	2306	3631	2747	营业税金及附加	664	742	769	822	883
其他应收款	126	200	138	223	165	营业费用	19315	22908	23477	24610	26148
预付账款	1520	1834	1644	2072	1920	管理费用	4227	5343	5523	5887	6296
存货	8917	14836	9729	16429	11576	研发费用	601	822	954	1047	1125
其他流动资产	5742	7490	7490	7490	7490	财务费用	-29	-255	-266	-246	-240
<b>非流动资产</b>	51807	69502	68926	69607	70219	资产减值损失	-427	-792	-526	-611	-693
长期投资	4210	4563	4929	5450	5916	其他收益	809	964	757	759	793
固定资产	31156	35511	34236	33826	33553	公允价值变动收益	121	94	608	94	94
无形资产	1609	4648	5238	5927	6613	投资净收益	461	244	40	248	177
其他非流动资产	14833	24780	24522	24403	24137	资产处置收益	-26	-5	-19	-14	-16
<b>资产总计</b>	101962	130965	132904	139289	142766	<b>营业利润</b>	10230	10860	12741	14013	15613
<b>流动负债</b>	43296	62170	62642	66265	65569	营业外收入	58	61	114	70	76
短期借款	12596	26799	26799	26799	26799	营业外支出	176	291	380	326	293
应付票据及应付账款	14062	16807	15117	18877	17516	<b>利润总额</b>	10112	10630	12475	13757	15396
其他流动负债	16638	18563	20725	20589	21253	所得税	1380	1312	1686	1802	2025
<b>非流动负债</b>	9875	14653	11985	9447	6905	<b>净利润</b>	8732	9318	10789	11955	13371
长期借款	8568	12781	10113	7575	5033	少数股东损益	27	-113	-10	-21	-39
其他非流动负债	1307	1872	1872	1872	1872	<b>归属母公司净利润</b>	8705	9431	10799	11976	13410
<b>负债合计</b>	53171	76822	74627	75712	72474	EBITDA	13777	15969	16814	18187	19973
少数股东权益	1083	3875	3865	3844	3806	EPS(元)	1.37	1.48	1.70	1.88	2.11
股本	6400	6399	6399	6399	6399						
资本公积	14269	14235	14235	14235	14235	<b>主要财务比率</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	27498	30787	33947	37464	41394	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	47708	50268	54412	59732	66487	营业收入(%)	14.1	11.4	3.7	6.9	7.4
负债和股东权益	101962	130965	132904	139289	142766	营业利润(%)	19.5	6.2	17.3	10.0	11.4
						归属于母公司净利润(%)	23.0	8.3	14.5	10.9	12.0
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	30.6	32.3	32.4	32.7	32.9
						净利率(%)	7.9	7.7	8.5	8.8	9.2
						ROE(%)	17.9	17.2	18.5	18.8	19.0
						ROIC(%)	12.9	11.5	12.2	12.9	13.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	52.1	58.7	56.2	54.4	50.8
						净负债比率(%)	-18.4	14.0	-4.0	-3.2	-19.0
						流动比率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1
						速动比率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0
						应收账款周转率	57.0	45.8	45.8	45.8	45.8
						应付账款周转率	5.9	5.4	5.4	5.4	5.4
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.37	1.48	1.70	1.88	2.11
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.44	2.11	2.92	1.60	3.49
						每股净资产(最新摊薄)	7.49	7.90	8.55	9.38	10.44
						<b>估值比率</b>					
						P/E	19.9	18.4	16.1	14.5	12.9
						P/B	3.6	3.5	3.2	2.9	2.6
						EV/EBITDA	12.1	11.6	10.5	9.7	8.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn