

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
人民币 27.42 人民币 33.20 +21.1%

2023年11月1日

伊利股份 (600887 CH)

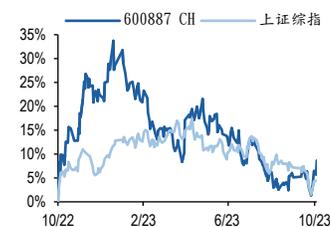
3 季度净利润同比增长 59%，净利率创 3 季度历史新高

- ⊕ **高端化推动利润率强劲扩张：**伊利第 3 季度收入同比增长 3%，净利润在低基数上同比增长 59.4% 至 31 亿元（人民币，下同）。毛利率增长 168 个基点至 32.6%，原因包括 1) 原奶价格下跌，液态奶的毛利率同比上升超 100 个基点；2) 送礼需求优化了产品组合；3) 冰淇淋的毛利率上升；但受到 4) 较低的奶粉毛利率所抵消（低毛利率的成人奶粉增长超过婴配粉）。由于销售及管理费用同比下降 5%，经营利润率/净利率分别扩张 488/351 个基点，净利率达到 9.9%，为历史第 3 季度的新高。
- ⊕ **饮用奶：高端化趋势强劲（金典常温白奶同比增长 >20%，鲜奶 >100%）：**常温奶在前三季度增长稳健，高端化趋势持续（在送礼需求和有机奶（例如活性乳铁蛋白有机奶）的强劲推动下，金典 3 季度增长超 20%）。鲜奶年初至今呈现正增长（金典 >100%），并在渠道扩张的支持下获得份额增长（例如向当地杂货店/超市/冰箱销售、与京东合作每周采购鲜奶）。
- ⊕ **酸奶逐步复苏：**常温酸奶安慕希正处于产品转型期，因此第 3 季度仍略有下降。管理层认为常温酸奶的成功关键仍在于产品创新和功能，因此零蔗糖和益生菌等产品在第 3 季度的销售强劲。低温酸奶的销量继续环比改善，年初至今实现正增长。
- ⊕ **第 3 季度婴配粉下滑，4 季度有望增长：**奶粉和奶酪收入同比下降 4%（第 2 季度为 -9%），其中成人奶粉收入强劲，但婴配粉疲软。管理层预计，随着新产品的推出，婴配粉第 4 季度将回到正增长（10 月份恢复增长）。例如金领冠珍护系列全面升级为 a2 奶源。澳优羊奶与海外供应链也将产生协同效应。奶酪销售疲软（B2C 依然疲弱，B2B 稳定）。
- ⊕ **冰淇淋上半年表现强劲后，第 3 季度疲软：**冰淇淋在上半年的收入同比增长 25% 后，第 3 季度同比下降 36%，受去年炎热夏季的高基数影响。管理层预计全年销售额仍然会有两位数增长，并超过行业销售额，高端化和渠道渗透将成为未来的增长动力。
- ⊕ **全年指引不变：**管理层重申 全年销售同比增长中个位数，毛利率稳定或小幅提升，净利润率同比扩大 30 个基点。
- ⊕ **重申买入：**伊利一直是我们在 中国乳制品行业的首选。维持买入评级及目标价 33.2 元人民币，基于 16.5 倍 2024 年市盈率和 1.0 倍 PEG。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	33.75
52周低位(人民币)	25.59
市值(百万人民币)	172,074.76
日均成交量(百万)	106.02
年初至今变化(%)	(11.55)
200天平均价(人民币)	27.89

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com

(852) 3766 1809

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	110,595	123,171	130,090	144,901	159,087
同比增长(%)	14.2	11.4	5.6	11.4	9.8
净利润(百万人民币)	8,705	9,431	10,990	12,907	14,903
每股盈利(人民币)	1.36	1.47	1.72	2.02	2.33
同比增长(%)	16.9	8.4	16.5	17.4	15.5
市盈率(倍)	20.2	18.6	16.0	13.6	11.8
每股账面净值(人民币)	7.45	7.86	8.41	9.21	10.11
市账率(倍)	3.68	3.49	3.26	2.98	2.71
股息率(%)	3.5	3.8	4.4	5.2	6.0

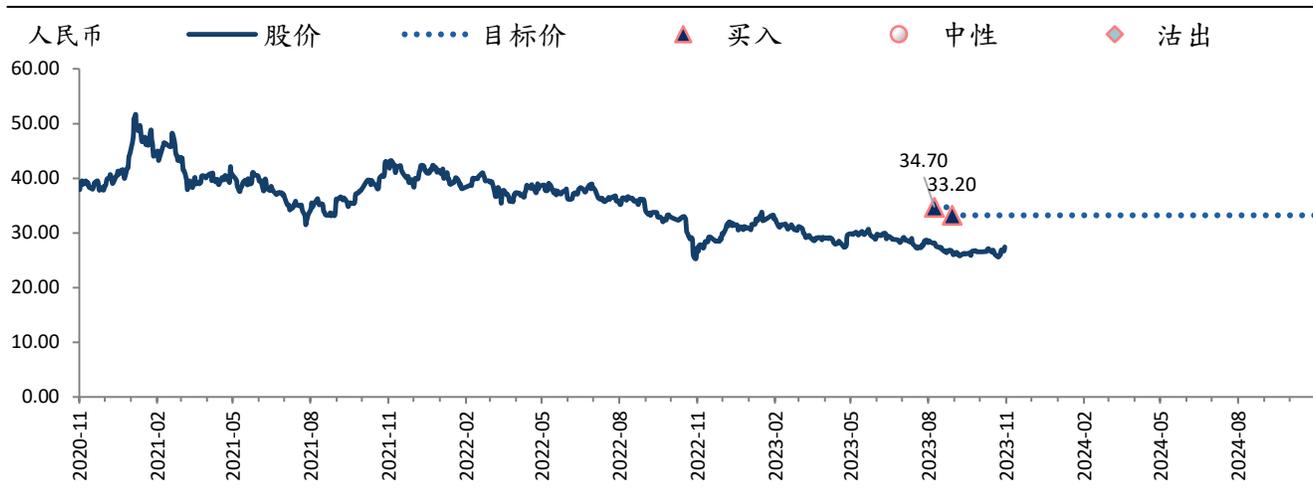
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

本文翻译自报告“[Inner Mongolia Yili \(600887 CH\) - Net profit up 59% YoY as net margin reached a 3Q record-high](#)”，原报告发布于 2023 年 11 月 1 日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 伊利股份目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际消费产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	41.40	62.00	49.8%	2023 年 08 月 21 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	14.88	20.70	39.1%	2023 年 08 月 03 日	啤酒
600597 CH	光明乳业	买入	9.44	12.30	30.3%	2023 年 09 月 05 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	25.55	34.70	35.8%	2023 年 09 月 04 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	27.42	33.20	21.1%	2023 年 08 月 30 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.86	4.40	-9.5%	2023 年 08 月 30 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	17.23	17.60	2.1%	2023 年 08 月 30 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	8.84	10.40	17.6%	2023 年 08 月 24 日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	44.55	51.80	16.3%	2023 年 08 月 30 日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	76.75	95.50	24.4%	2023 年 08 月 31 日	纺服代工
1044 HK	恒安国际	买入	26.20	37.60	43.5%	2023 年 08 月 25 日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	19.34	19.20	-0.7%	2023 年 07 月 21 日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	8.50	20.50	141.2%	2023 年 08 月 23 日	餐厅
2331 HK	李宁	买入	24.00	35.00	45.8%	2023 年 10 月 25 日	运动品牌
2020 HK	安踏	买入	88.35	129.00	46.0%	2023 年 08 月 23 日	运动品牌
6110 HK	滔搏国际	买入	6.58	7.20	9.4%	2023 年 10 月 24 日	体育用品经销商
3813 HK	宝胜国际	买入	0.67	1.46	117.9%	2023 年 08 月 15 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 10 月 31 日

财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	110,595	123,171	130,090	144,901	159,087
主营业务成本	(76,417)	(83,119)	(86,820)	(95,886)	(104,389)
毛利	34,178	40,052	43,270	49,015	54,698
销售及管理费用	(23,542)	(28,251)	(29,921)	(33,327)	(36,590)
研发费用	(601)	(822)	(868)	(966)	(1,061)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	10,036	10,980	12,481	14,721	17,047
财务成本净额	29	255	812	838	864
其他非经营净收入/费用	48	(604)	(812)	(901)	(987)
税前利润	10,112	10,630	12,481	14,658	16,924
税费	(1,380)	(1,312)	(1,623)	(1,906)	(2,200)
非控股权益	(27)	113	132	154	178
净利润	8,705	9,431	10,990	12,907	14,903
作每股收益计算的净利润	8,705	9,431	10,990	12,907	14,903

资产负债表(百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	31,742	33,853	35,583	41,856	48,867
有价证券	37	30	30	30	30
应收账款及票据	2,233	3,450	3,815	4,431	5,067
存货	8,917	14,836	15,470	17,075	18,579
开发中物业及土地预付款	1,520	1,834	2,041	2,389	2,750
短期应收收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	5,705	7,460	7,460	7,460	7,460
总流动资产	50,155	61,463	64,399	73,240	82,753
投资物业	508	612	612	612	612
物业、厂房及设备	29,379	33,735	38,332	39,515	40,734
其他有形资产	5,513	5,219	5,219	5,219	5,219
无形资产	1,609	4,648	4,741	4,836	4,933
合资企业/联营公司投资	4,210	4,563	4,563	4,563	4,563
长期应收收入	0	0	0	0	0
其他长期资产	10,589	20,726	20,726	20,726	20,726
总长期资产	51,807	69,502	74,191	75,469	76,785
总资产	101,962	130,965	138,591	148,710	159,538
短期贷款	12,596	26,799	28,943	31,259	33,760
应付账款	20,745	23,603	24,445	26,536	28,498
其他短期负债	9,955	11,767	11,904	12,106	12,312
总流动负债	43,296	62,170	65,293	69,900	74,570
长期贷款	5,380	9,298	9,763	10,056	10,358
长期应付账款	3,188	3,482	3,831	3,945	4,064
其他长期负债	1,307	1,872	1,867	1,867	1,867
总长期负债	9,875	14,653	15,461	15,869	16,289
总负债	53,171	76,822	80,754	85,769	90,859
股本	6,400	6,399	6,399	6,399	6,399
储备及其他资本项目	41,308	43,869	47,431	52,535	58,273
股东权益	47,708	50,269	53,830	58,934	64,673
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
非控股权益	1,083	3,874	4,007	4,007	4,007
总权益	48,791	54,143	57,837	62,941	68,679

资料来源:公司资料,交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	8,732	9,318	10,859	12,752	14,724
折旧及摊销	3,284	3,933	4,633	5,192	5,342
营运资本变动	2,180	(2,013)	(124)	(38)	(92)
利息调整	826	1,377	(812)	(838)	(864)
其他经营活动现金流	506	806	44	(64)	(42)
经营活动现金流	15,528	13,420	14,600	17,004	19,068
资本开支	(6,683)	(6,646)	(9,343)	(6,490)	(6,677)
投资活动	(657)	(6,225)	0	0	0
其他投资活动现金流	(457)	(6,643)	0	0	0
投资活动现金流	(7,797)	(19,514)	(9,343)	(6,490)	(6,677)
负债净变动	4,981	16,670	2,957	2,723	2,921
权益净变动	12,255	166	0	0	0
股息	(5,693)	(7,500)	(5,819)	(6,965)	(8,300)
其他融资活动现金流	402	(555)	0	0	0
融资活动现金流	11,945	8,781	(2,862)	(4,242)	(5,379)
汇率收益/损失	371	(577)	(665)	0	0
年初现金	11,695	31,742	33,853	35,583	41,856
年末现金	31,742	33,853	35,583	41,856	48,867

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.360	1.474	1.718	2.017	2.329
全面摊薄每股收益	1.360	1.474	1.718	2.017	2.329
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	0.960	1.036	1.219	1.432	1.654
每股账面值	7.454	7.856	8.412	9.210	10.107
利润率分析(%)					
毛利率	30.9	32.5	33.3	33.8	34.4
EBITDA利润率	12.0	12.1	13.2	13.7	14.1
EBIT利润率	9.1	8.9	9.6	10.2	10.7
净利率	7.9	7.7	8.4	8.9	9.4
盈利能力(%)					
ROA	10.1	8.1	8.2	9.0	9.7
ROE	22.3	19.3	21.1	22.9	24.1
ROIC	20.5	17.8	15.1	16.8	19.2
其他					
净负债权益比(%)	净现金	4.1	5.4	净现金	净现金
利息覆盖率	16.5	15.5	16.5	18.1	19.1
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
存货周转天数	43.3	66.1	66.1	66.1	66.1
应收账款周转天数	6.6	9.3	9.8	10.3	10.8
应付账款周转天数	66.4	71.0	71.0	71.0	71.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。

香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023年11月1日

伊利股份 (600887 CH)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博森生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司及极兔速递环球有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。