

双节拉升液奶结构，盈利改善成效显著

2023 年 10 月 31 日

➤ **事件：**公司 10 月 30 日发布 2023 年三季度报，2023 年 Q1-3 累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 974.04/93.80/84.54 亿元，同比+3.77%/+16.36%/+11.51%，其中 23Q3 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 312.07/30.75/26.57 亿元，同比+2.66%/+59.44%/+56.95%。

➤ **液奶收益双节礼赠需求回暖，冷饮下滑系短期战略性出货前置所致。分产品看：**①**液体乳** 23Q3 实现营收 230.08 亿元，同比+8.48%，占比 74.74%。23 年内液奶呈现出逐季改善的复苏趋势。三季度受益于节日场景的恢复，礼赠需求短期增加，预计 Q3 高端液奶增速快于大盘。常温酸奶安慕希由于处在新老产品交替阶段，短期或有压力。②**奶粉及奶制品** 23Q3 实现营收 64.01 亿元，同比-3.85%，占比 20.79%。婴配粉降速放缓，营收逐季改善。受近年出生率下滑及二次配方注册制的影响，行业进入中小企业出清，头部企业份额集中的阶段。伴随 Q3 推出新的配方奶粉逐步贡献增量，预计营收将逐步企稳回升。成人粉方面公司适时把握行业发展趋势和消费人群结构变化带来的潜在需求，推出了多款功能性成人粉。奶酪业务预计 B 端好于 C 端。③**冷饮** 23Q3 实现营收 12.26 亿元，同比-35.69%，占比 3.98%。下滑或系公司在 Q2 战略性出货节奏的前置，以保证旺季备货，提前抢占市场，同时叠加 Q3 在出货角度是行业淡季，以及部分区域极端天气影响。我们预计全年维度下冷饮业务仍有望实现领先行业的双位数增长。我们预计未来公司在淡季可能通过跨品类的合作，不同区域差异化的营销方式探索适合淡季的销售模式，实现传统冷饮业务在淡季的营收突破。**分区域看：**23Q3 华北/华南/华中/华东/其他收入同比+6.90%/+2.02%/+14.99%/-13.61%/+4.31%，占比 27.59%/24.49%/20.80%/15.83%/11.28%。公司布局海外基地产能、积极拓展海外业务。**分渠道看：**23Q2 公司经销/直营同比+2.60%/+16.55%，占比 96.42%/3.58%。**经销商数量：**截至 23Q2 末公司共有 19608 家经销商，较 23H1 末减少 1081 家。

➤ **双节礼赠需求带动高端液奶占比提升，费用精准投放下品牌势能不减。**23Q3 毛利率 32.37%，同比+1.60pcts。主因成本端原奶价格下行释放的利润弹性及双节高端白奶占比提升对结构的拉升。**费用方面：**23Q3 销售/管理费用率分别 17.88%/3.92%，同比-0.88/-0.66pcts，规模效应下费效比提升，费用投放更加精准高效。23Q3 归母净利率 9.85%，同比+3.51pcts，盈利改善持续兑现。

➤ **投资建议：**龙头具备规模效应，展望未来，高毛利奶粉恢复增长及冷饮业务持续增长，拉升结构和利润水平，关注销售逐季改善和控费增效下净利率提升。展望全年，预计公司收入增速在中个位数。2023-25 年归母净利润分别为 107.08/120.32/136.59 亿元，同比+13.5%/+12.4%/+13.5%，当前股价对应 PE 分别 16/15/13 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原奶价格波动风险，食品安全风险，市场竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	123,171	129,753	140,084	151,144
增长率 (%)	11.4	5.3	8.0	7.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	9,431	10,708	12,032	13,659
增长率 (%)	8.3	13.5	12.4	13.5
每股收益 (元)	1.48	1.68	1.89	2.15
PE	19	16	15	13
PB	3.5	3.3	3.0	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.42 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

- 1.伊利股份 (600887.SH) 2023 年半年报点评：需求弱复苏，控费提效稳健经营-2023/09/06
- 2.伊利股份 (600887.SH) 2022 年年报及 2023 一季报点评：基本盘稳定，盈利能力向上可期-2023/05/05
- 3.伊利股份 (600887.SH) 2022 三季度点评：奶粉冷饮持续高增 利润端短期承压-2022/10/31
- 4.伊利股份 (600887.SH) 2022 年 1-2 月经营数据点评：2022 年迎来“开门红”，看好盈利能力提升长逻辑-2022/03/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	123,171	129,753	140,084	151,144
营业成本	83,119	87,119	93,465	100,208
营业税金及附加	742	767	828	893
销售费用	22,908	23,096	24,977	26,949
管理费用	5,343	5,190	5,421	5,819
研发费用	822	740	770	907
EBIT	10,473	13,490	15,323	17,124
财务费用	-255	1,104	1,112	1,044
资产减值损失	-792	-629	-678	-704
投资收益	244	536	280	302
营业利润	10,860	12,278	13,796	15,661
营业外收支	-230	0	0	0
利润总额	10,630	12,278	13,796	15,661
所得税	1,312	1,592	1,788	2,030
净利润	9,318	10,687	12,008	13,631
归属于母公司净利润	9,431	10,708	12,032	13,659
EBITDA	14,540	17,634	19,871	21,898

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	33,853	43,026	48,740	55,149
应收账款及票据	3,250	2,761	2,981	3,217
预付款项	1,834	1,773	1,903	2,040
存货	14,836	11,702	12,428	13,324
其他流动资产	7,690	7,169	5,343	5,357
流动资产合计	61,463	66,432	71,394	79,087
长期股权投资	4,563	5,099	5,379	5,681
固定资产	33,735	34,485	35,220	35,994
无形资产	4,648	4,598	4,599	4,599
非流动资产合计	69,502	78,730	78,599	78,668
资产合计	130,965	145,163	149,994	157,755
短期借款	26,799	26,799	26,799	26,799
应付账款及票据	16,807	16,225	17,407	18,662
其他流动负债	18,563	24,709	23,868	25,190
流动负债合计	62,170	67,733	68,074	70,652
长期借款	9,298	14,817	14,817	14,817
其他长期负债	5,354	5,944	5,944	5,944
非流动负债合计	14,653	20,761	20,761	20,761
负债合计	76,822	88,494	88,835	91,413
股本	6,399	6,366	6,366	6,366
少数股东权益	3,875	3,854	3,829	3,802
股东权益合计	54,143	56,668	61,158	66,342
负债和股东权益合计	130,965	145,163	149,994	157,755

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.37	5.34	7.96	7.90
EBIT 增长率	6.20	28.81	13.58	11.76
净利润增长率	8.34	13.54	12.36	13.52
盈利能力 (%)				
毛利率	32.26	32.86	33.28	33.70
净利率	7.69	8.25	8.59	9.04
总资产收益率 ROA	7.20	7.38	8.02	8.66
净资产收益率 ROE	18.76	20.28	20.99	21.84
偿债能力				
流动比率	0.99	0.98	1.05	1.12
速动比率	0.60	0.68	0.76	0.83
现金比率	0.54	0.64	0.72	0.78
资产负债率 (%)	58.66	60.96	59.23	57.95
经营效率				
应收账款周转天数	9.19	7.26	7.26	7.26
存货周转天数	65.15	49.52	49.52	49.52
总资产周转率	1.05	0.94	0.95	0.98
每股指标 (元)				
每股收益	1.48	1.68	1.89	2.15
每股净资产	7.90	8.30	9.01	9.82
每股经营现金流	2.11	3.92	3.09	3.37
每股股利	1.04	1.18	1.33	1.51
估值分析				
PE	19	16	15	13
PB	3.5	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	12.74	10.51	9.32	8.46
股息收益率 (%)	3.79	4.31	4.84	5.49

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	9,318	10,687	12,008	13,631
折旧和摊销	4,068	4,144	4,548	4,774
营运资金变动	-1,813	8,300	1,077	1,022
经营活动现金流	13,420	24,932	19,675	21,474
资本开支	-5,950	-4,296	-4,385	-4,797
投资	-13,429	0	0	0
投资活动现金流	-19,514	-13,010	-2,544	-4,797
股权募资	166	-834	0	0
债务募资	16,670	6,615	-2,078	0
筹资活动现金流	8,781	-2,749	-11,417	-10,269
现金净流量	2,108	9,173	5,714	6,409

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026