

2023 年 10 月 31 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

32

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2023/10/30)	26.67
上证指数(2023/10/30)	3021.55
股价 12 个月高/低	32.62/23.66
总发行股数(百万)	6366.31
A 股数(百万)	6305.09
A 市值(亿元)	1681.57
主要股东	香港中央结算有限公司 (13.54%)
每股净值(元)	8.18
股价/账面净值	3.26
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.3 -5.6 6.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-08-29	26.82	买进
2023-04-28	27.80	买进

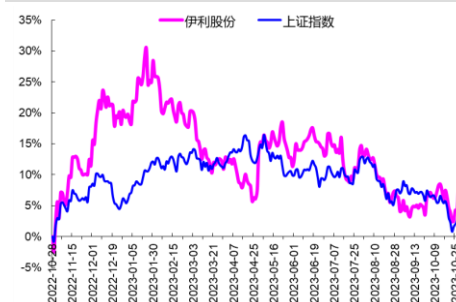
产品组合

液体乳	68.01%
奶粉及奶制品	20.71%
冷饮产品系列	10.79%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	17.9%
一般法人	26.0%

股价相对大盘走势



伊利股份(600887.SH)

BUY 买进

需求复苏, 液奶环比改善, 3Q 利润率提升

结论与建议:

业绩概要:

公告前三季度实现营收 974 亿, 同比增 3.8%, 录得净利润 93.8 亿, 同比增 16.4%, 毛利率同比上升 0.26pcts 至 33.12%; 3Q 实现营收 312 亿同比增 2.7%, 录得净利润 30.7 亿, 同比增 59.4%, 毛利率同比提升 1.6pcts 至 32.6%。3Q 业绩超预期。

点评:

- 3Q 营收增速环比提速。以品类来看, 受益终端需求稳步复苏和双节消费刺激, 产品销量回升, 液体乳营收逐季加速, 实现收入 230 亿, 同比增 8.5%; 奶粉实现收入 64 亿, 同比下降 3.9%, 降幅较 2Q 缩窄, 我们认为主要品牌市场份额提升, 婴配粉当前库存健康, 随着品牌力提升, 销售有望逐步恢复正增长; 冷饮实现收入 12.3 亿, 同比下降 35.7% (前三季度同比增 12.9%), 主要由于气候转冷及淡季影响, 但全年来看终端动销健康, 双位数增长可期; 其他产品实现收入 1.5 亿, 同比增 44.4%。
- 成本利好+精准控费, 释放利润空间。受益材料成本下降及双节影响下产品结构优化, 报告期毛利率同比提升 1.6pcts 至 32.6%。费用方面, 期间费用率同比下降 1.69pcts 至 22.2%, 主要由于报告期公司实施精准控费, 提升费效比。其中, 销售费用率同比下降 0.87pcts 至 17.88%, 管理费用率同比下降 0.66pcts 至 3.92%, 研发费用率同比下降 0.07pcts 至 0.67%, 财务费用率同比下降 0.23pcts 至 -0.41%。受益成本费用优化, 3Q 净利润率同比提升 3.6pcts 至 9.9%, 环比提升 1.7pcts。
- 我们预计 Q4 乳制品需求维持稳步复苏, 考虑春节较晚影响 4Q 拿货力度, 全年收入预计实现中个位数增长, 但由于成本压力温和, 叠加公司维持降本增效的力度, 利润端增长将更快。
- 上调盈利预测, 预计 2023-2025 年将分别实现净利润 109.3 亿、124.7 亿和 141.4 亿 (原为 108 亿、124.4 亿和 141.4 亿), 分别同比增 16%、14%和 13.4%, EPS 分别为 1.72 元、1.96 元和 2.22 元, 当前股价对应 PE 分别为 16 倍、14 倍和 12 倍, 维持“买进”。
- 风险提示: 终端动销不及预期, 成本增长超预期, 费用投入超预期

-----续下页-----

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7078	8705	9431	10931	12473	14140
同比增减	%	2.08	22.98	8.34	15.91	14.10	13.37
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.16	1.43	1.48	1.72	1.96	2.22
同比增减	%	1.19	22.89	3.50	16.02	14.10	13.37
市盈率(P/E)	X	22.92	18.65	18.02	15.53	13.61	12.01
股利 (DPS)	RMB 元	0.82	0.96	1.04	1.20	1.38	1.57
股息率 (Yield)	%	3.07	3.60	3.90	4.51	5.16	5.87

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等
	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	96886	110595	123171	130835	145420	158068
经营成本	67453	76417	83119	88056	97095	105148
营业税金及附加	547	664	742	731	812	883
销售费用	16884	19315	22908	23482	25944	28117
管理费用	3883	4227	5343	5595	6219	6791
财务费用	188	-29	-255	-236	-262	-319
资产减值损失	-339	-427	-792	-648	-385	-200
投资收益	600	461	244	52	48	78
营业利润	8558	10230	10860	12961	14570	16445
营业外收入	49	58	61	159	79	79
营业外支出	457	176	291	367	-34	-124
利润总额	8150	10112	10630	12752	14684	16649
所得税	1051	1380	1312	1823	2209	2505
少数股东损益	21	27	-113	-2	2	5
归属于母公司所有者的净利润	7078	8705	9431	10931	12473	14140

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	11695	31742	33853	36470	40106	44848
应收账款	1616	1959	3088	3397	3737	4111
存货	7545	8917	14836	16023	17305	18689
流动资产合计	28381	50155	61463	66380	72355	79590
长期股权投资	2903	4210	4563	4791	5031	5282
固定资产	23343	29379	33735	36434	39531	43089
在建工程	5425	3736	3443	3098	2944	2855
非流动资产合计	42774	51807	69502	72977	75531	77420
资产总计	71154	101962	130965	139357	147886	157010
流动负债合计	34768	43296	62170	69732	73783	78280
非流动负债合计	5853	9875	14653	16118	16924	17432
负债合计	40622	53171	76822	85850	90707	95711
少数股东权益	149	1083	3875	3914	3953	3993
股东权益合计	30384	47708	50268	53508	57179	61298
负债及股东权益合计	71154	101962	130965	139357	147886	157010

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动产生的现金流量净额	9852	15528	13420	14392	16723	18968
投资活动产生的现金流量净额	-9043	-7797	-19514	-9158	-8725	-7903
筹资活动产生的现金流量净额	-47	11945	8781	-2617	-4363	-6323
现金及现金等价物净增加额	367	19647	2108	2617	3635	4742

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。