

伊利股份(600887.SH)

原奶价格下行，盈利能力改善

推荐 (维持)

股价:26.67元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.yili.com
大股东/持股	香港中央结算有限公司/13.54%
实际控制人	
总股本(百万股)	6,366
流通A股(百万股)	6,305
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	1,698
流通A股市值(亿元)	1,682
每股净资产(元)	8.18
资产负债率(%)	62.4

行情走势图



证券分析师

张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn
王星云	投资咨询资格编号 S1060523100001 wangxingyun937@pingan.com.cn



事项:

公司发布2023年三季报，23Q1-Q3实现营业收入970.91亿元，同比增长3.84%；归母净利润93.80亿元，同比增长16.36%。实现扣非归母净利84.54亿元，同比增长11.51%。其中23Q3实现营业收入311.09亿元，同比增长2.71%；归母净利润30.75亿元，同比增长59.44%。实现扣非归母净利26.57亿元，同比增长56.95%。

平安观点:

- 成本下行，控费效果显著。**公司23Q1-Q3实现毛利率32.90%，同比上升0.30pct。销售/管理/财务费用率分别为17.66%/3.98%/-0.29%，较同期下降0.81/下降0.11/上升0.02pct。实现净利率9.65%，同比上升1.04pct。公司23Q3单季度实现毛利率32.37%，同比上升1.60pct，原奶价格下降及产品结构优化为毛利率上涨的主要原因。销售/管理/财务费用率分别为17.88%/3.92%/-0.41%，较同期下降0.87/下降0.66/下降0.23pct。期间费用率下降主要系公司广告营销等费用下降及降本增效所致。公司2023Q3实现净利率9.82%，同比上升3.50pct。
- 液奶环比改善，产品矩阵不断丰富。**公司以产品系列及服务划分，构建了液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、奶酪五大产品业务群。具体来看，公司2023Q1-Q3液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品分别实现营收654.32亿元/199.22亿元/103.83亿元/4.72亿元，同比增长2.07%/6.38%/12.86%/51.50%，占比为68.01%/20.71%/10.79%/0.49%。23Q3公司液体乳业务逐步复苏，动销环比明显改善；奶粉及奶制品业务表现依然承压，但环比边际向好。公司在保持液奶稳定增长的同时，不断丰富产品矩阵，持续布局多元业务与创新产品，充分适应消费升级的趋势与消费者的多样化需求。
- 全国化战略布局，建立深化销售网络。**分渠道看，公司2023Q1-Q3直营渠道实现营收29.87亿元，同比6.62%，占比3.11%；经销渠道实现营收9

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110,144	122,698	131,500	141,520	155,200
YOY(%)	14.1	11.4	7.2	7.6	9.7
净利润(百万元)	8,705	9,431	10,863	12,475	14,532
YOY(%)	23.0	8.3	15.2	14.8	16.5
毛利率(%)	30.6	32.3	33.2	33.6	33.6
净利率(%)	7.9	7.7	8.3	8.8	9.4
ROE(%)	18.2	18.8	20.3	21.8	23.6
EPS(摊薄/元)	1.37	1.48	1.71	1.96	2.28
P/E(倍)	19.5	18.0	15.6	13.6	11.7
P/B(倍)	3.6	3.4	3.2	3.0	2.8

32.21亿元，同比4.11%，占比96.89%。截至2023Q3，公司共有经销商19608家，较上年同期增加287家。分地区看，华北/华南/华中/华东/其他地区分别实现营收263.73亿元/242.36亿元/187.77亿元/154.09亿元/114.14亿元，占比分别为27.41%/25.19%/19.52%/16.02%/11.86%，同比4.83%/5.74%/10.66%/-8.08%/8.37%，呈现多地区稳步发展的趋势。

- **财务预测与估值：** 公司龙头优势显著，收入端有望随消费复苏的节奏逐季改善，成本端奶价回落为利润率的改善带来空间。考虑到公司盈利能力提升明显，根据公司2023三季报，我们小幅上调对公司2023年的盈利预测，预计公司2023-2025年的归母净利润分别为108.63亿元（前值为106.91亿元）、124.75亿元、145.32亿元，EPS分别为1.71/1.96/2.28元。对应10月30日收盘价的PE分别为15.6、13.6、11.7倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：** 1) 宏观经济疲软的风险：经济增速放缓，消费复苏不达预期，导致需求增速放缓；2) 重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对品牌信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间；3) 原料价格上涨风险：产品主要原料原奶成本占比较高，价格大幅上涨或导致业绩不及预期。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	61,463	42,426	51,427	62,159
现金	33,853	17,859	25,076	33,271
应收票据及应收账款	3,250	2,799	3,012	3,303
其他应收款	200	174	187	205
预付账款	1,834	1,846	1,986	2,178
存货	14,836	12,218	13,070	14,333
其他流动资产	7,490	7,531	8,096	8,868
非流动资产	69,502	63,010	56,428	49,897
长期投资	4,563	4,841	5,120	5,399
固定资产	36,282	31,081	25,791	20,411
无形资产	4,648	3,873	3,099	2,324
其他非流动资产	24,010	23,214	22,418	21,763
资产总计	130,965	105,436	107,856	112,056
流动负债	62,170	37,350	40,024	43,864
短期借款	26,799	0	0	0
应付票据及应付账款	16,807	16,821	17,994	19,734
其他流动负债	18,563	20,529	22,029	24,130
非流动负债	14,653	10,751	6,832	2,923
长期借款	13,104	9,203	5,284	1,375
其他非流动负债	1,548	1,548	1,548	1,548
负债合计	76,822	48,101	46,856	46,787
少数股东权益	3,875	3,853	3,828	3,799
股本	6,399	6,366	6,366	6,366
资本公积	14,235	14,268	14,268	14,268
留存收益	29,633	32,847	36,537	40,836
归属母公司股东权益	50,268	53,481	57,172	61,471
负债和股东权益	130,965	105,436	107,856	112,056

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	13,240	23,374	20,180	22,381
净利润	9,318	10,841	12,450	14,503
折旧摊销	3,887	6,770	6,860	6,810
财务费用	-255	1,033	276	59
投资损失	-244	-435	-435	-435
营运资金变动	-2,013	5,024	889	1,304
其他经营现金流	2,546	141	141	141
投资活动现金流	-19,514	16	16	16
资本支出	5,989	0	-0	0
长期投资	-13,429	0	0	0
其他投资现金流	-12,073	16	16	16
筹资活动现金流	8,781	-39,384	-12,980	-14,202
短期借款	14,203	-26,799	0	0
长期借款	4,120	-3,902	-3,919	-3,909
其他筹资现金流	-9,542	-8,683	-9,061	-10,293
现金净增加额	1,927	-15,994	7,217	8,195

利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	122,698	131,500	141,520	155,200
营业成本	83,119	87,842	93,969	103,053
税金及附加	742	777	877	1,024
营业费用	22,908	24,065	25,827	28,014
管理费用	5,343	5,392	6,085	6,130
研发费用	822	658	849	854
财务费用	-255	1,033	276	59
资产减值损失	-792	-607	-654	-717
信用减值损失	-137	-87	-93	-102
其他收益	964	817	817	817
公允价值变动收益	94	0	0	0
投资净收益	244	435	435	435
资产处置收益	-5	-13	-13	-13
营业利润	10,860	12,708	14,556	16,914
营业外收入	61	56	56	56
营业外支出	291	308	308	308
利润总额	10,630	12,456	14,304	16,662
所得税	1,312	1,615	1,854	2,160
净利润	9,318	10,841	12,450	14,503
少数股东损益	-113	-22	-25	-29
归属母公司净利润	9,431	10,863	12,475	14,532
EBITDA	14,263	20,259	21,440	23,532
EPS (元)	1.48	1.71	1.96	2.28

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	11.4	7.2	7.6	9.7
营业利润(%)	6.2	17.0	14.5	16.2
归属于母公司净利润(%)	8.3	15.2	14.8	16.5
获利能力				
毛利率(%)	32.3	33.2	33.6	33.6
净利率(%)	7.7	8.3	8.8	9.4
ROE(%)	18.8	20.3	21.8	23.6
ROIC(%)	20.5	17.7	22.6	29.1
偿债能力				
资产负债率(%)	58.7	45.6	43.4	41.8
净负债比率(%)	11.2	-15.1	-32.4	-48.9
流动比率	1.0	1.1	1.3	1.4
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	39.7	50.3	50.3	50.3
应付账款周转率	5.2	5.4	5.4	5.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.48	1.71	1.96	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	3.67	3.17	3.52
每股净资产(最新摊薄)	7.90	8.40	8.98	9.66
估值比率				
P/E	18.0	15.6	13.6	11.7
P/B	3.4	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	15.2	8.6	7.6	6.5

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层