

伊利股份 (600887)

2023 年三季报业绩点评：利润超预期，低估值高股息看好价值回归

买入 (维持)

2023 年 11 月 01 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书：S0600522030001
wangyj@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书：S0600522090007
liyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	123,171	128,779	138,993	150,200
同比	11%	5%	8%	8%
归属母公司净利润 (百万元)	9,431	10,603	11,942	13,587
同比	8%	12%	13%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.48	1.67	1.88	2.13
P/E (现价&最新股本摊薄)	18.44	16.40	14.56	12.80

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **公司发布 2023 年三季报业绩**：2023 年前三季度公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 974/93.8/84.5 亿元，同比+3.8%/+16.4%/+11.5%。单看 23Q3，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 312.1/30.8/26.6 亿元，同比+2.7%/+59.4%/56.95%。收入符合预期，利润超预期。
- **23Q3 液奶环比加速增长，奶粉逐步修复**：23Q3 公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮收入分别同比+8.5%/-3.9%/-35.7%。我们预计 23Q3 液奶较 23Q2 加速增长主因消费力复苏+双节拉动礼赠需求。23Q3 奶粉及奶制品同比降幅较 23Q2 收窄，我们预计婴配粉受出生人口下降等因素影响承压，但随着小品牌出清结束+公司持续推新，23Q3 公司婴配粉逐步改善，成人粉表现依然稳健。
- **结构升级+成本下行，液奶毛利率改善**：23Q3 公司毛利率 32.37%，同比+1.6pct，我们预计液奶、冷饮毛利率同比改善，奶粉毛利率持续承压。我们认为 23Q3 液奶毛利率同比提升主因成本下行和结构升级，双节礼赠需求恢复下公司高端产品表现亮眼，根据公司业绩交流，23Q3 公司高端白品牌金典收入同比增长超过 20%。
- **坚持控费，23Q3 盈利能力提升**：23Q3 公司销售/管理/财务费用率同比-0.89/-0.66/-0.23pct，毛销差同比+2.49pct，我们认为销售费用率同比下降主因公司持续提高费用使用效率，控费能力有所提高。23Q3 公司公允价值变动损益占营收比重同比+1.38pct 至 1.79%，我们预计主因公司持有基金增值。综合来看 23Q3 公司归母净利率 9.9%，同比+3.5pct，剔除公允价值变动损益等非经项后的扣非归母净利率 8.51%，同比+2.94pct，扣非表现同样优秀。
- **低估值高股息，看好公司价值回归**：依据公司 2019 年限制性股票激励解锁条件要求，2023 年公司分红率需不低于 70%，我们以 23 年预测归母净利润和分红率 70% 计算，公司当前股息率 4.3%，目前公司估值已至十年低位，23Q3 业绩超预期下公司中期盈利能力优化确定性提升，看好公司价值回归。
- **盈利预测与投资评级**：公司 23Q3 利润超预期，我们略微调整 23-25 年收入预期至 1288/1390/1502 亿元（此前预期为 1293/1391/1503 亿元），同比+5%/8%/8%，上调归母净利润预期至 106/119/136 亿元（此前预期为 101/117/134 亿元），同比+12%/13%/14%，对应 PE 分别为 16/15/13x，维持“买入”评级。
- **风险提示**：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期，食品安全问题

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.32
一年最低/最高价	25.20/33.80
市净率(倍)	3.34
流通 A 股市值(百万元)	172,255.17
总市值(百万元)	173,927.46

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.19
资产负债率(% ,LF)	62.39
总股本(百万股)	6,366.31
流通 A 股(百万股)	6,305.09

相关研究

《伊利股份(600887)：2023 半年度业绩点评：需求弱复苏，静待改善》

2023-08-29

《伊利股份(600887)：2022 年报 & 23 年一季报点评：22 年稳健收官，23 年盈利能力有望提升》

2023-05-04

伊利股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	61,463	62,984	68,053	74,059	营业总收入	123,171	128,779	138,993	150,200
货币资金及交易性金融资产	33,883	38,049	44,011	50,232	营业成本(含金融类)	83,119	86,891	93,252	100,314
经营性应收款项	5,084	4,589	4,554	4,762	税金及附加	742	770	831	898
存货	14,836	13,113	11,991	11,302	销售费用	22,908	23,017	24,566	26,397
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,343	5,453	5,885	6,360
其他流动资产	7,660	7,234	7,498	7,763	研发费用	822	828	894	928
非流动资产	69,502	83,308	88,463	93,748	财务费用	(255)	(62)	(34)	(104)
长期股权投资	4,563	5,563	6,563	7,563	加:其他收益	964	911	983	1,062
固定资产及使用权资产	34,506	39,288	43,488	48,288	投资净收益	244	32	35	37
在建工程	3,443	2,582	2,537	1,902	公允价值变动	94	450	100	100
无形资产	4,648	4,678	4,708	4,738	减值损失	(930)	(800)	(700)	(690)
商誉	4,954	4,904	4,854	4,804	资产处置收益	(5)	(26)	(26)	(30)
长期待摊费用	281	161	41	41	营业利润	10,860	12,448	13,990	15,887
其他非流动资产	17,108	26,132	26,272	26,412	营业外净收支	(230)	(225)	(225)	(225)
资产总计	130,965	146,292	156,516	167,807	利润总额	10,630	12,223	13,765	15,662
流动负债	62,170	70,284	72,264	74,746	减:所得税	1,312	1,589	1,789	2,036
短期借款及一年内到期的非流动负债	27,782	32,878	33,878	34,878	净利润	9,318	10,634	11,976	13,626
经营性应付款项	16,807	15,689	15,801	16,162	减:少数股东损益	(113)	30	34	39
合同负债	8,913	13,254	13,848	14,665	归属母公司净利润	9,431	10,603	11,942	13,587
其他流动负债	8,668	8,464	8,737	9,042	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.48	1.67	1.88	2.13
非流动负债	14,653	19,404	23,554	27,704	EBIT	10,473	12,161	13,731	15,557
长期借款	9,298	13,298	17,298	21,298	EBITDA	14,540	15,874	17,811	20,127
应付债券	3,482	3,582	3,682	3,782	毛利率(%)	32.26	32.28	32.66	32.96
租赁负债	324	374	424	474	归母净利率(%)	7.69	8.26	8.62	9.08
其他非流动负债	1,548	2,150	2,150	2,150	收入增长率(%)	11.37	4.55	7.93	8.06
负债合计	76,822	89,688	95,818	102,451	归母净利润增长率(%)	8.34	12.43	12.62	13.78
归属母公司股东权益	50,268	52,698	56,759	61,378					
少数股东权益	3,875	3,906	3,940	3,979					
所有者权益合计	54,143	56,604	60,698	65,357					
负债和股东权益	130,965	146,292	156,516	167,807					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	13,420	20,763	19,237	21,309	每股净资产(元)	7.86	8.28	8.92	9.64
投资活动现金流	(19,514)	(17,663)	(9,546)	(10,168)	最新发行在外股份(百万股)	6,366	6,366	6,366	6,366
筹资活动现金流	8,781	517	(3,819)	(5,011)	ROIC(%)	11.06	10.49	10.73	11.20
现金净增加额	2,108	3,725	5,872	6,131	ROE-摊薄(%)	18.76	20.12	21.04	22.14
折旧和摊销	4,068	3,713	4,080	4,570	资产负债率(%)	58.66	61.31	61.22	61.05
资本开支	(5,950)	(7,901)	(8,501)	(9,005)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.44	16.40	14.56	12.80
营运资本变动	(1,813)	4,708	1,271	1,107	P/B(现价)	3.48	3.30	3.06	2.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>