

2024年10月31日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

31

### 公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2024/10/30)	26.44		
上证指数(2024/10/30)	3266.24		
股价 12 个月高/低	31.96/21.13		
总发行股数(百万)	6365.96		
A 股数(百万)	6334.47		
A 市值(亿元)	1674.83		
主要股东	香港中央结算有限公司 (10.88%)		
每股净值(元)	8.83		
股价/账面净值	2.99		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	12.4	7.9	2.7

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-08-30	22.87	买进
2024-04-30	28.29	买进
2023-10-31	26.67	买进
2023-08-29	26.82	买进

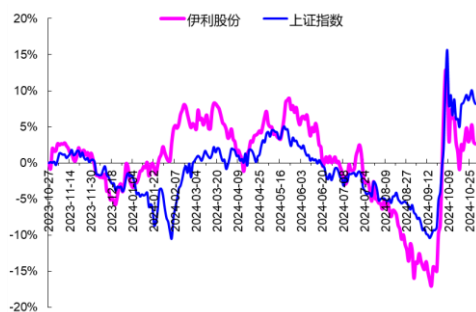
### 产品组合

液体乳	65.53%
奶粉及奶制品	24.30%
冷饮产品系列	9.50%

### 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

渠道调整结束叠加原奶价格低位, 3Q 超预期

### 结论与建议:

#### 业绩概要:

公司公告 2024 年前三季度实现营业总收入 890.4 亿, 同比下降 8.6%, 录得归母净利润 108.7 亿, 同比增 15.9%, 录得扣非后净利润 85 亿, 同比下降 4.6%; 3Q 实现营业总收入 291.2 亿, 同比下降 6.7%, 录得归母净利润 33.4 亿, 同比增 8.5%, 录得扣非后净利润 31.8 亿, 同比增 13.4%。3Q 业绩好于我们预期。

#### 点评:

- 乳品需求环比略有改善。7 月初公司渠道调整收尾, 补库叠加需求小幅回暖, 三季度公司营收降幅较 Q2 收窄 (Q2YOY-19.6%)。拆分业务看, 液体乳实现营收 206.4 亿, 同比下降 10.3%, 奶粉及奶制品实现收入 68.2 亿, 同比增 6.6%, 受益调整到位及市占率提升, 冷饮实现收入 10.2 亿, 同比下降 16.7%。
- 原奶价格低位释放盈利。Q3 毛利率同比提升 2.4pcts 至 35%, 一方面, 今年以来原奶价格维持低位, 公司成本压力较小; 另一方面, 渠道调整到位以后, 三季度产品新鲜度提升推动价盘回升。
- 费率整体平稳。报告期间费用率保持平稳, 同比上升 0.28pct 至 22.33%。其中, 销售费用率同比上升 1.08pcts 至 18.96%, 受渠道调整及相关营销有所加码影响, 随着相关事项终结, 预计后续销售费用将保持平稳; 其他费用率方面, 管理费用率同比下降 0.38pct, 研发费用率同比上升 0.07pct, 财务费用率同比下降 0.5pct。
- 此外, 3Q 公司计提资产减值损失 1.8 亿, 同比增 1 亿, 主要系乳品市场供需变化而计提的存货跌价损失。
- 目前来看, H1 渠道调整卓有成效, 当前库存健康, 预计 4Q 乳品维持弱复苏态势, 在控费、成本低位和低基数作用下, 利润端将延续较好表现。略上调盈利预测, 预计 2024-2026 年将分别实现净利润 122.2 亿、137.4 亿和 150.2 亿 (原预测为 116.6 亿、135.3 亿和 147.8 亿), 分别同比增 17.2%、12.4%和 9.4%, EPS 分别为 1.92 元、2.16 元和 2.36 元, 当前股价对应 PE 分别为 14 倍、12 倍和 11 倍, 上调至“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		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	8705	9431	10429	12219	13739	15023
同比增减	%	22.98	8.34	10.58	17.17	12.44	9.35
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.43	1.48	1.64	1.92	2.16	2.36
同比增减	%	22.89	3.50	10.81	17.04	12.44	9.35
市盈率(P/E)	X	18	18	16	14	12	11
股利 (DPS)	RMB 元	0.96	1.04	1.20	1.38	1.55	1.70
股息率 (Yield)	%	3.63	3.93	4.54	5.23	5.88	6.43

### 【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 $< 15\%$
	无法由基本面给予投资评等
中立 (Neutral)	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	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	110595	123171	126179	115378	128413	139111
经营成本	76417	83119	84789	76177	84575	91387
营业税金及附加	664	742	733	714	795	861
销售费用	19315	22908	22572	21946	23223	25055
管理费用	4227	5343	5154	4544	5083	5576
财务费用	-29	-255	-153	-728	-810	-877
资产减值损失	-427	-792	-1526	-1228	-495	-579
投资收益	461	244	-31	2708	846	942
营业利润	10230	10860	11873	13938	15900	17379
营业外收入	58	61	230	122	118	133
营业外支出	176	291	382	105	248	259
利润总额	10112	10630	11721	13955	15770	17253
所得税	1380	1312	1437	1796	2138	2339
少数股东损益	27	-113	-144	-60	-107	-110
归属于母公司所有者的净利润	8705	9431	10429	12219	13739	15023

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	31742	33853	43372	47410	52932	59887
应收账款	1959	3088	3085	3393	3732	4106
存货	8917	14836	12512	13513	14188	14898
流动资产合计	50155	61463	69355	75528	82930	91637
长期股权投资	4210	4563	4408	4629	4860	5103
固定资产	29379	33735	35242	38238	41679	45639
在建工程	3736	3443	4337	4120	3996	3956
非流动资产合计	51807	69502	82265	85391	88380	90147
资产总计	101962	130965	151620	160919	171309	181785
流动负债合计	43296	62170	76860	81827	87783	93825
非流动负债合计	9875	14653	17440	18312	18861	19050
负债合计	53171	76822	94300	100139	106645	112875
少数股东权益	1083	3875	3781	3819	3857	3896
股东权益合计	47708	50268	53539	56961	60808	65014
负债及股东权益合计	101962	130965	151620	160919	171309	181785

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	15528	13420	18290	15576	17721	19476
投资活动产生的现金流量净额	-7797	-19514	-16044	-6923	-6421	-5564
筹资活动产生的现金流量净额	11945	8781	7258	-4615	-5779	-6956
现金及现金等价物净增加额	19647	2108	9624	4038	5522	6956

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)有限公司相信用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，不在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对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; @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; @。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。