

# 主动调整成效显著，盈利能力持续改善

## —— 2024 年前三季度业绩点评

2024 年 10 月 31 日

### 核心观点

- 事件：**公司发布公告，2024 年前三季度实现营收 887.3 亿元，同比-8.6%；归母净利润 108.7 亿元，同比+15.9%；扣非归母净利润 85.1 亿元，同比-4.6%。其中 24Q3 营收 290.4 亿元，同比-6.7%；归母净利润 33.4 亿元，同比+8.5%；扣非归母净利润 31.8 亿元，同比+13.4%。
- 渠道调整成效显著，奶粉业务韧性较强。**24Q3 终端需求环比略有改善，叠加 Q2 公司主动控货去库，共同推动 24Q3 收入降幅较 Q2 环比改善近 10pcts。**分产品看**，24Q3 奶粉及奶制品/其他产品收入同比+6.6%/+22.7%，婴配粉增长主要得益于新国标下市场份额提升+新生儿数量小幅回升；液体乳/冷饮产品收入同比-10.3%/-16.7%，降幅环比收窄，且市场地位稳居行业首位。**分渠道看**，24Q3 经销/直营收入同比-6.0%/-30.7%，经销商数量 17249 家，环比-7.2%。**分区域看**，24Q3 华北/华南/华中/华东/其他收入分别同比-6.8%/持平/-16.0%/-5.5%/-7.3%。
- 原料成本红利+产品单价恢复，盈利能力持续改善。**24Q3 归母净利率 11.5%，同比+1.6pcts。具体拆分来看，毛利率为 35.0%，同比+2.5pcts，主因原奶价格持续下行释放成本红利，叠加渠道调整结束后价格恢复。销售费用率 19.0%，同比+1.1pcts，系奥运广宣与渠道调整投入而规模效应减弱，但毛销差同比+1.4pcts 释放良好信号。管理费用率 3.5%，同比-0.4pcts，费效有所提升。24Q3 信用减值损失冲回 0.8 亿元，对比去年同期计提 0.7 亿元，对盈利产生正向贡献；资产减值损失同比增加 1 亿元，主要系喷粉与存货跌价损失扩大。
- 关注行业供需修复，公司有望再次穿越周期。****中短期看：**1) 供给端，原奶供给压力逐渐缓和，预计 2025 年奶价有望企稳，喷粉减值压力将有缓解；2) 需求端，9 月农业农村部等七部门联合出台政策，提出可推广学生奶覆盖与发放消费券补贴，或加速需求端的改善。若乳制品行业迎来复苏阶段，伊利作为龙头有望受益。**长期看：**1) 收入端，公司积极布局乳品与非乳业务产品的创新升级，且已在产业链形成强护城河，有望受益市场份额提升，并向全球领先乳企站位迈进；2) 利润端，数字化赋能+精益管控+品类结构升级将推动净利率持续提升。
- 投资建议：**调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润同比+13.8%/-4.4%/+9.4%，对应 PE 为 14/15/14X。考虑到公司领军地位稳固，且重视股东回报，分红水平领先，估值具备安全边际，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**需求持续下行的风险，竞争加剧的风险，食品安全的风险。

### 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	126179.46	118088.87	122409.04	126150.15
收入增长率%	2.44	-6.41	3.66	3.06
归母净利润(百万元)	10428.54	11864.20	11340.33	12406.60
利润增速%	10.58	13.77	-4.42	9.40
摊薄 EPS(元)	1.64	1.86	1.78	1.95
PE	16.14	14.19	14.84	13.57
PB	3.14	2.93	2.83	2.73

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 伊利股份 (600887.SH)

推荐 维持

### 分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理 彭潇颖

✉：pengxiaoying\_yj@chinastock.com.cn

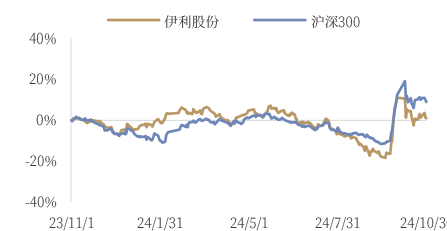
### 市场数据

2024-10-30

股票代码	600887
A 股收盘价(元)	26.44
上证指数	3266.24
总股本(万股)	636,596
实际流通 A 股(万股)	633,447
流通 A 股市值(亿元)	1675

### 相对沪深 300 表现图

2024-10-30



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河食饮】行业点评\_政策助力需求改善，有望推动奶价回暖
- 【银河食饮】公司点评\_伊利股份\_经营短期调整，期待轻装上阵
- 【银河食饮】公司点评\_伊利股份\_主业盈利改善，红利价值凸显

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	69355.38	90946.45	110696.05	130715.88
现金	43371.54	65866.26	85000.99	103115.82
应收账款	3084.67	2930.44	3018.16	3120.64
其它应收款	194.69	-212.34	-507.98	-700.82
预付账款	1480.05	1528.64	1489.08	1579.57
存货	12511.78	11613.23	10928.13	11306.14
其他	8712.65	9220.21	10767.68	12294.53
非流动资产	82264.87	80687.60	79701.22	78909.43
长期投资	4408.37	4408.37	4408.37	4408.37
固定资产	35242.17	33036.79	30679.46	28191.87
无形资产	4729.16	6289.17	7109.75	8300.04
其他	37885.17	36953.27	37503.64	38009.14
资产总计	151620.25	171634.05	190397.27	209625.31
流动负债	76859.80	90013.31	103979.13	118079.34
短期借款	39754.86	53334.10	66601.41	80024.69
应付账款	13798.87	13707.58	13601.53	14292.19
其他	23306.08	22971.64	23776.19	23762.47
非流动负债	17440.09	20429.54	23126.59	26011.80
长期借款	11705.40	14868.01	17652.90	20626.66
其他	5734.70	5561.53	5473.68	5385.14
负债合计	94299.90	110442.85	127105.71	144091.14
少数股东权益	3781.03	3784.59	3787.99	3791.71
归属母公司股东权益	53539.33	57406.61	59503.57	61742.46
负债和股东权益	151620.25	171634.05	190397.27	209625.31

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	18290.36	13001.77	17718.18	17879.90
净利润	10284.31	11867.76	11343.73	12410.33
折旧摊销	4431.34	4563.21	4620.82	4798.25
财务费用	2224.99	1045.31	1304.37	1560.37
投资损失	31.09	-2125.60	-122.41	-25.23
营运资金变动	-90.09	-3907.72	-396.79	-1393.31
其它	1408.72	1558.79	968.45	529.49
投资活动现金流	-16044.50	-362.92	-4000.06	-4345.47
资本支出	-6892.60	-4435.80	-3960.62	-4196.14
长期投资	-9331.12	-187.28	-161.85	-174.56
其他	179.22	4260.16	122.41	25.23
筹资活动现金流	7258.48	9873.09	5416.61	4580.40
短期借款	12955.37	13579.24	13267.31	13423.28
长期借款	2407.18	3162.61	2784.90	2973.75
其他	-8104.08	-6868.77	-10635.59	-11816.63
现金净增加额	9623.65	22494.72	19134.73	18114.83

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	126179.46	118088.87	122409.04	126150.15
营业成本	84788.59	77367.92	80028.24	82344.14
营业税金及附加	732.66	700.95	734.45	752.85
营业费用	22571.51	22791.15	23380.13	23590.08
管理费用	5154.22	4546.42	4651.54	4730.63
财务费用	-152.85	-169.09	-276.42	-309.65
资产减值损失	-1525.70	-1274.03	-782.13	-448.08
公允价值变动收益	278.19	289.12	303.58	318.75
投资净收益	-31.09	2125.60	122.41	25.23
营业利润	11873.30	13800.77	13130.91	14365.87
营业外收入	229.84	145.36	187.60	166.48
营业外支出	381.96	336.31	359.13	347.72
利润总额	11721.19	13609.82	12959.37	14184.62
所得税	1436.88	1742.06	1615.64	1774.30
净利润	10284.31	11867.76	11343.73	12410.33
少数股东损益	-144.23	3.56	3.40	3.72
归属母公司净利润	10428.54	11864.20	11340.33	12406.60
EBITDA	16229.05	18003.94	17303.78	18673.22
EPS (元)	1.64	1.86	1.78	1.95

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2.44%	-6.41%	3.66%	3.06%
营业利润	9.33%	16.23%	-4.85%	9.40%
归属母公司净利润	10.58%	13.77%	-4.42%	9.40%
毛利率	32.58%	34.48%	34.62%	34.73%
净利率	8.29%	10.05%	9.26%	9.83%
ROE	19.48%	20.67%	19.06%	20.09%
ROIC	9.00%	8.50%	7.12%	6.96%
资产负债率	62.19%	64.35%	66.76%	68.74%
净负债比率	24.95%	17.59%	12.00%	8.83%
流动比率	0.90	1.01	1.06	1.11
速动比率	0.61	0.77	0.84	0.90
总资产周转率	0.89	0.73	0.68	0.63
应收账款周转率	40.74	39.26	41.16	41.10
应付账款周转率	5.70	5.63	5.86	5.90
每股收益	1.64	1.86	1.78	1.95
每股经营现金	2.87	2.04	2.78	2.81
每股净资产	8.41	9.02	9.35	9.70
P/E	16.14	14.19	14.84	13.57
P/B	3.14	2.93	2.83	2.73
EV/EBITDA	11.37	9.95	10.17	9.32
P/S	1.33	1.43	1.38	1.33

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘光意，经济学硕士**，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn