

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

伊利股份(600887)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

赵雷 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500524100003

邮箱: zhaolei@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座

邮编: 100031

收入环比恢复，利润超出预期

2024年10月31日

事件：公司发布2024年三季报。24Q1-3，公司实现营业收入890.39亿元，同比-8.59%；归母净利润108.69亿元，同比+15.87%；实现扣非归母净利润85.09亿元，同比+4.55%。其中，24Q3公司实现营业收入291.25亿元，同比-6.67%；归母净利润33.37亿元，同比+8.53%；实现扣非归母净利润31.84亿元，同比+19.86%。

点评：

- **收入环比恢复，奶粉持续增长。**在Q2液奶调整发货节奏，清理渠道库存后，公司收入在Q3如期迎来环比恢复和同比降幅的收窄。分品类看，Q3液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品系列分别录得收入206.37亿元、68.21亿元和10.22亿元，同比-10.31%、+6.56%和-16.61%。其中，奶粉表现亮眼，持续上半年升势。
- **毛利率提升，减值收缩，利润表现优异。**毛利率端看，Q3公司毛利率录得35.05%，同比+2.47pct。考虑到Q3全国原奶均价同比-14.9%，环比-5.5%，同时Q3全国牛奶零售价同比降幅较前两季度有所收窄，我们推测系原奶价格下降及产品零售价跌幅收窄使得毛利率大幅提升。费用率端，销售费用率或因7月仍在清理渠道库存的缘故，同比+1.08pct，管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比-0.38pct、+0.07pct和-0.50pct，整体费用率稳中有降。此外，公司本期资产及信用减值损失占比表现平稳，同比分别-0.36pct和+0.53pct。叠加本季度营业外支出占比的减少（去年同期主要是捐赠支出，同比-0.86pct），Q3公司净利润率达11.41%，同比+1.62pct，利润表现超出市场预期。
- **经营持续优异，全品类业务稳居第一。**公司在完成Q3超预期增长的同时，液体乳稳居行业第一，金典有机奶表现强劲；奶粉整体销量中国市场第一，多品类产品全渠道胜出；冷饮连续29年行业第一，奶酪市场份额持续扩大。
- **盈利预测与投资评级：收入环比开始恢复，把握市场转机。**公司在Q2主动进行渠道调整，Q3收入端环比恢复显著。伴随牛奶终端价格和原奶价格跌幅的逐步收窄，我们认为乳制品市场明年有望迎来实质性转机，公司业绩也有望逐步迎来修复。我们预计公司2024-2026年EPS为1.87/1.70/1.89元，分别对应2024-2026年15X/16X/15X PE，维持对公司的“买入”评级。

- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧**

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	123,171	126,179	118,231	121,064	126,898
增长率 YoY %	11.4%	2.4%	-6.3%	2.4%	4.8%
归母净利润(百万元)	9,431	10,429	11,933	10,815	12,061
增长率 YoY%	8.3%	10.6%	14.4%	-9.4%	11.5%
毛利率%	32.5%	32.8%	34.4%	34.4%	34.3%
净资产收益率ROE%	18.8%	19.5%	18.1%	14.1%	13.6%
EPS(摊薄)(元)	1.48	1.64	1.87	1.70	1.89
市盈率 P/E(倍)	20.95	16.31	14.89	16.43	14.73
市净率 P/B(倍)	3.93	3.18	2.69	2.31	2.00

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	61,463	69,355	81,113	91,321	103,130	
货币资金	33,853	43,372	58,160	67,318	77,784	
应收票据	162	220	162	166	174	
应收账款	3,088	3,085	3,077	3,151	3,303	
预付账款	1,834	1,480	1,550	1,589	1,668	
存货	14,836	12,512	9,542	10,472	11,569	
其他	7,690	8,687	8,622	8,625	8,631	
非流动资产	69,502	82,265	80,597	80,830	81,577	
长期股权投资	4,563	4,408	4,408	4,408	4,408	
固定资产(合计)	33,735	35,242	34,222	34,695	35,599	
无形资产	4,648	4,729	4,829	4,929	5,029	
其他	26,556	37,885	37,137	36,797	36,541	
资产总计	130,965	151,620	161,710	172,150	184,707	
流动负债	62,170	76,860	80,649	80,404	80,944	
短期借款	26,799	39,755	47,000	46,000	45,000	
应付票据	881	1,041	325	333	350	
应付账款	15,926	13,799	14,228	14,584	15,312	
其他	18,563	22,265	19,097	19,487	20,283	
非流动负债	14,653	17,440	11,440	11,440	11,440	
长期借款	9,298	11,705	5,705	5,705	5,705	
其他	5,354	5,735	5,735	5,735	5,735	
负债合计	76,822	94,300	92,089	91,844	92,384	
少数股东权益	3,875	3,781	3,638	3,509	3,365	
归属母公司股东	50,268	53,539	65,982	76,798	88,958	
负债和股东权益	130,965	151,620	161,710	172,150	184,707	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	123,17	126,17	118,23	121,06	126,89	
同比(%)	11.4%	2.4%	-6.3%	2.4%	4.8%	
归母净利润	9,431	10,429	11,933	10,815	12,061	
同比(%)	8.3%	10.6%	14.4%	-9.4%	11.5%	
毛利率(%)	32.5%	32.8%	34.4%	34.4%	34.3%	
ROE(%)	18.8%	19.5%	18.1%	14.1%	13.6%	
EPS(摊薄)(元)	1.48	1.64	1.87	1.70	1.89	
P/E	20.95	16.31	14.89	16.43	14.73	
P/B	3.93	3.18	2.69	2.31	2.00	
EV/EBITDA	14.13	11.37	9.39	9.28	7.86	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	123,171	126,179	118,231	121,064	126,898	
营业成本	83,119	84,789	77,509	79,450	83,414	
营业税金及附加	742	733	709	726	761	
销售费用	22,908	22,572	22,819	22,155	23,095	
管理费用	5,343	5,154	4,788	5,169	5,457	
研发费用	822	850	792	811	850	
财务费用	-255	-153	-429	-407	-622	
减值损失合计	-792	-1,526	-1,490	-1,490	-990	
投资净收益	244	-31	2,719	0	305	
其他	916	1,195	458	908	852	
营业利润	10,860	11,873	13,729	12,577	14,108	
营业外收支	-230	-152	-20	-151	-251	
利润总额	10,630	11,721	13,709	12,426	13,856	
所得税	1,312	1,437	1,919	1,740	1,940	
净利润	9,318	10,284	11,790	10,686	11,916	
少数股东损益	-113	-144	-143	-129	-144	
归母净利润	9,431	10,429	11,933	10,815	12,061	
EBITDA	14,540	16,229	19,001	18,125	19,941	
EPS(当年)(元)	1.48	1.64	1.87	1.70	1.89	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	13,420	18,290	17,108	19,149	21,485	
净利润	9,318	10,284	11,790	10,686	11,916	
折旧摊销	4,068	4,431	5,578	5,977	6,562	
财务费用	1,377	2,225	2,386	2,639	2,772	
投资损失	-2	-244	31	-2,719	0	
营运资金变动	-1,813	-90	-1,601	1,219	-638	
其它	714	1,409	1,998	1,641	1,341	
投资活动现金流	-19,514	-16,044	1,111	-2,851	-2,947	
资本支出	-5,950	-6,893	-1,608	-2,851	-3,251	
长期投资	-13,429	-9,331	0	0	0	
其他	-135	179	2,719	0	305	
筹资活动现金流	8,781	7,258	-1,131	-3,639	-3,772	
吸收投资	166	162	10	0	0	
借款	18,121	15,363	1,245	-1,000	-1,000	
支付利息或股息	-7,500	-8,416	-2,386	-2,639	-2,772	
现金净增加额	2,108	9,624	13,863	11,862	10,673	

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，美国康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、饮料（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深度研究百润股份）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。