

伊利股份 (600887)

2024 年三季报点评: 轻装上阵经营改善, 毛销差提振超预期

买入 (维持)

2024 年 10 月 31 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书: S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

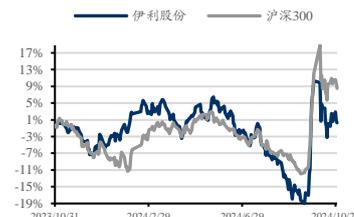
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	123171	126179	119193	126018	130713
同比 (%)	11.37	2.44	(5.54)	5.73	3.73
归母净利润 (百万元)	9431	10429	12077	11374	11876
同比 (%)	8.34	10.58	15.80	(5.81)	4.41
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.48	1.64	1.90	1.79	1.87
P/E (现价&最新摊薄)	17.85	16.14	13.94	14.80	14.17

关键词: #业绩超预期

投资要点

- **公司发布 2024 年三季报:** 2024 年前三季度公司实现营业收入 887.33 亿元, 同比-8.6%; 实现归母净利润 108.68 亿元, 同比+15.9%; 实现扣非归母净利 85.09 亿元, 同比-4.6%。2024Q3 公司实现营业收入 290.37 亿元, 同比-6.7%; 实现归母净利润 33.37 亿元, 同比+8.5%; 实现扣非归母净利 31.84 亿元, 同比+13.4%。收入符合我们此前预期, 利润大超我们预期。
- **液奶同比降幅收窄, 奶粉增长稳健。** 2024Q3 公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮收入分别同比-10.3%/+6.6%/-16.7%。2024Q3 液奶收入同比降幅较 24Q2 收窄, 预计主因公司在 24 年 7 月底完成渠道去库存后, 渠道恢复良性; 细分品类中, 预计 24Q3 白奶整体表现好于常温酸奶和乳饮料, 低温鲜奶和低温酸奶收入均保持同比正增长。24Q3 公司奶粉业务稳健增长, 预计主因今年出生人口数量回升推动婴配粉需求回暖, 叠加小品牌出清后婴配粉格局改善, 行业竞争趋缓。
- **成本红利+费投理性, 24Q3 毛销差改善。** 2024Q3 公司毛利率同比+2.48pct, 预计主因原奶价格下降带来成本红利, 次因价格折扣力度收缩。2024Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.09/-0.38/+0.07/-0.5pct, 销售费用率同比提升主因收入同比下降削弱费用规模效应, 销售费用绝对额同比略有收缩。综合来看 2024Q3 公司毛销差同比+1.4pct, 提升幅度超出我们预期, 逆转 24Q2 下降态势。
- **净利率显著提升, 资本开支下降推动现金流改善。** 2024Q3 公司资产减值损失占收入比重同比-0.36pct, 预计主因行业原奶供大于求导致公司喷粉减值损失增加。上游牧场还款增加推动公司 2024Q3 信用减值损失冲回 0.84 亿元。综合来看 2024Q3 公司归母净利率同比+1.6pct, 盈利能力改善显著。2024Q3 公司资本开支 10.3 亿元, 同比减少 6.8 亿元, 推动经营现金流同比+50%至 85.4 亿。
- **渠道库存良性, 早春节有望推动公司 24Q4 加速增长。** 当前公司渠道库存 20+天, 渠道动力充足。考虑到早春节有望拉动经销商备货需求, 我们预计低基数之下公司 24Q4 有望加速增长, 经营有望持续向好。
- **盈利预测与投资评级:** 公司 24Q3 业绩超预期, 调整公司 24-26 年收入预期为 1192/1260/1307 亿元 (此前预期为 1197/1259/1302 亿元), 同比-5.5%/+5.7%/+3.7%, 上调 24-26 年归母净利润预期为 121/114/119 亿元 (此前预期为 115/113/117 亿元), 同比+16%/-6%/+4.4%, 对应 24-26 年 PE 分别为 14/15/14x, 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, 需求不及预期, 食品安全问题, 减值损失扰动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.44
一年最低/最高价	21.13/31.96
市净率(倍)	2.99
流通 A 股市值(百万元)	167,483.38
总市值(百万元)	168,316.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.83
资产负债率(% LF)	60.19
总股本(百万股)	6,365.96
流通 A 股(百万股)	6,334.47

相关研究

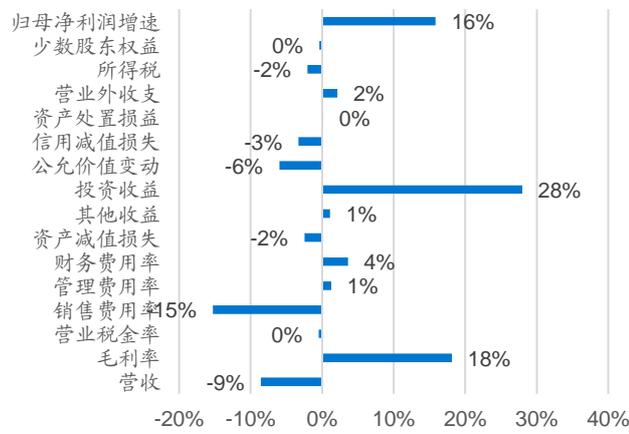
《伊利股份(600887): 2024 年中报业绩点评: 主动去库致短期承压, 24H2 有望轻装上阵》

2024-09-01

《伊利股份(600887): 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 收入承压盈利向上, 股东回报持续提升》

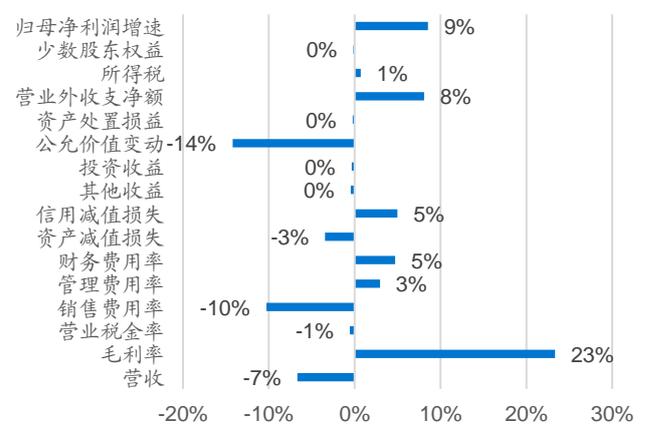
2024-05-02

图1: 24Q1-3 伊利股份归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 24Q3 伊利股份归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	69,355	81,921	89,010	96,701	营业总收入	126,179	119,193	126,018	130,713
货币资金及交易性金融资产	43,383	59,993	67,827	75,495	营业成本(含金融类)	84,789	78,303	82,738	86,027
经营性应收款项	4,785	4,127	4,165	4,115	税金及附加	733	689	728	756
存货	12,512	9,870	8,826	8,642	销售费用	22,572	22,738	23,915	24,675
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,154	4,633	5,024	5,211
其他流动资产	8,675	7,931	8,192	8,449	研发费用	850	862	879	912
非流动资产	82,265	82,398	83,417	84,193	财务费用	(153)	(86)	(213)	(208)
长期股权投资	4,408	4,608	4,808	5,008	加:其他收益	1,098	950	917	951
固定资产及使用权资产	35,763	37,696	39,171	40,245	投资净收益	(31)	2,519	39	40
在建工程	4,337	3,291	2,457	1,782	公允价值变动	278	(80)	60	50
无形资产	4,729	4,727	4,725	4,723	减值损失	(1,686)	(1,640)	(880)	(730)
商誉	5,160	5,110	5,060	5,010	资产处置收益	(21)	(22)	(25)	(26)
长期待摊费用	148	248	348	448	营业利润	11,873	13,781	13,057	13,624
其他非流动资产	27,719	26,717	26,847	26,977	营业外净收支	(152)	(120)	(190)	(190)
资产总计	151,620	164,319	172,426	180,895	利润总额	11,721	13,661	12,867	13,434
流动负债	76,860	75,470	77,250	79,225	减:所得税	1,437	1,680	1,583	1,652
短期借款及一年内到期的非流动负债	42,190	45,496	46,496	47,496	净利润	10,284	11,981	11,284	11,782
经营性应付款项	17,487	13,703	13,675	14,099	减:少数股东损益	(144)	(96)	(90)	(94)
合同负债	8,696	8,316	8,792	9,120	归属母公司净利润	10,429	12,077	11,374	11,876
其他流动负债	8,487	7,955	8,287	8,510	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.64	1.90	1.79	1.87
非流动负债	17,440	19,906	22,456	25,006	EBIT	11,798	13,575	12,653	13,226
长期借款	11,705	14,105	16,505	18,905	EBITDA	16,229	17,402	16,728	17,543
应付债券	3,541	3,641	3,741	3,841	毛利率(%)	32.58	34.09	34.13	33.97
租赁负债	238	288	338	388	归母净利率(%)	8.29	10.17	9.06	9.12
其他非流动负债	1,956	1,872	1,872	1,872	收入增长率(%)	2.44	(5.54)	5.73	3.73
负债合计	94,300	95,376	99,706	104,231	归母净利润增长率(%)	10.58	15.80	(5.81)	4.41
归属母公司股东权益	53,539	65,258	69,126	73,163					
少数股东权益	3,781	3,685	3,595	3,501					
所有者权益合计	57,320	68,943	72,720	76,664					
负债和股东权益	151,620	164,319	172,426	180,895					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	18,290	13,100	18,340	18,715	每股净资产(元)	8.41	10.25	10.86	11.49
投资活动现金流	(16,044)	(639)	(5,327)	(5,326)	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	7,258	4,246	(5,239)	(5,770)	ROIC(%)	9.86	9.62	8.15	8.08
现金净增加额	9,624	16,690	7,774	7,619	ROE-摊薄(%)	19.48	18.51	16.45	16.23
折旧和摊销	4,431	3,827	4,074	4,316	资产负债率(%)	62.19	58.04	57.83	57.62
资本开支	(6,893)	(4,792)	(4,865)	(4,866)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.14	13.94	14.80	14.17
营运资本变动	(90)	(3,222)	696	273	P/B(现价)	3.14	2.58	2.43	2.30

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>