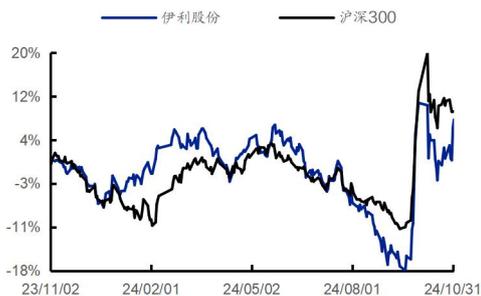


研究所:
 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

收入环比改善, 单季度利润表现亮眼

——伊利股份 (600887) 2024 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/11/01		
表现	1M	3M	12M	
伊利股份	-2.6%	15.5%	8.1%	
沪深 300	-3.2%	13.8%	8.9%	

市场数据		2024/11/01
当前价格 (元)		28.30
52 周价格区间 (元)		21.13-31.96
总市值 (百万)		180,156.73
流通市值 (百万)		179,265.49
总股本 (万股)		636,596.23
流通股本 (万股)		633,446.98
日均成交额 (百万)		3,042.77
近一月换手 (%)		1.44

相关报告

《伊利股份 (600887) 2023 年年报及 2024 年一季度报点评: 高质量发展, 进一步提升股东回报 (买入) *饮料乳品*刘浩铭, 秦一方》——2024-05-05
 《伊利股份 (600887) 2023 年半年报点评: 价值坚守, 稳步前行 (买入) *饮料乳品*薛玉虎, 刘浩铭》——2023-08-30
 《伊利股份 (600887) 点评报告: 创新驱动增长, 强品牌力维系强大护城河 (买入) *饮料乳品*薛玉虎, 刘浩铭》——2023-07-17

事件:

2024 年 10 月 31 日, 伊利股份发布 2024 年三季度报。2024 年前三季度公司实现营收 887.3 亿元, 同比-8.61%, 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+0.65%。单 Q3 公司实现营收 290.4 亿元, 同比-6.66%, 归母净利润 33.37 亿元, 同比+8.5%, 扣非归母净利润 31.84 亿元, 同比+19.9%。

投资要点:

- **渠道调整成效显著, 营收环比改善。**公司单 Q3 液体乳、奶粉及奶制品、冰品分别同比-10.31%/+6.56%/-16.65%。受原奶供需不均衡的持续影响, 今年春节后, 公司对终端产品开始进行新鲜度调整, 希望通过合理控制出库, 帮助经销商调整渠道库存, 协助经销商消化大日期产品, 积极维护整个产业的价值链体系, 进入三季度, 在价格方面, 经过上半年的渠道调整, 终端产品新鲜度有所提升, 价盘也会逐步企稳回升, 带动公司单 Q3 液态奶收入降幅显著缩窄。Q3 奶粉及奶制品业务延续 Q2 较快增长势头, 预计市场份额持续提升。Q3 进入冰品淡季, 我们预计, 受清理渠道库存影响, 单 Q3 冰品收入端仍有下滑, 但对收入的拖累减少。
- **毛利率同比改善幅度较大, 毛销差同比环比皆有改善。**Q3 公司毛利率 34.85%, 同比+2.48pct, 提升幅度环比 Q2 仍在加速, 我们预计主要系: 1) 原材料成本下行, 生鲜乳价格 Q3 仍有双位数的同比下滑; 2) 渠道新鲜度调整后, 终端价盘有所回升。Q3 公司销售、管理、财务费率分别同比+1.08pct/-0.4pct/0.5pct, 销售费用率控制较好, 带动毛销差同比+1.40pct, 环比大幅改善。
- **减值拖累环比缩窄, 营业外支出大幅缩减, 单季度盈利表现亮眼。**Q3 计入资产减值损失为 1.83 亿元。环比 Q2 减少 2.8 亿元, 预计主要系进入 8 月乳制品旺季后公司喷粉减少。Q3 公允价值变动收益为 0.82 亿元, 去年同期为 5.56 亿元, 主要系去年 Q3 确认较多投资基金收益。Q3 公司营业利润同比-1.4%, 但由于营业外支出大幅缩减至 0.18 亿元, 去年同期为 2.86 亿元, 且所得税率同比-3.2pct 至 11.3%, 最终 Q3 归母净利、扣非净利同增+8.53%/+19.86%, 单季度盈利表现亮眼。

- 盈利预测和投资评级:** 伊利作为国内液态奶最头部的企业，在行业承压背景下积极承担社会责任，保护上下游利益，三季度经营环比二季度显著改善，彰显龙头经营韧性，展望后续，Q4 在春节错期背景下液奶增速有望环比大幅改善，信用减值等扰动环比上半年显著减少，因此我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入为 1190.06/1233.17/1283.85 亿元，同比-6%/+4%/+4%；归母净利润 117.00/110.99/118.11 亿元，同比+12%/-5%/+6%；EPS 分别为 1.84/1.74/1.86 元，对应 PE 分别为 15/16/15X，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 需求复苏不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 原奶价格加速下跌；4) 渠道拓展不及预期；5) 食品安全问题。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	126179	119006	123317	128385
增长率(%)	2	-6	4	4
归母净利润（百万元）	10429	11700	11099	11811
增长率(%)	11	12	-5	6
摊薄每股收益（元）	1.64	1.84	1.74	1.86
ROE(%)	19	21	19	19
P/E	16.31	15.19	16.01	15.04
P/B	3.18	3.16	3.01	2.87
P/S	1.35	1.49	1.44	1.38
EV/EBITDA	11.37	10.71	10.97	10.24

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：伊利股份盈利预测表

证券代码:	600887				股价:	28.30				投资评级:	买入				日期:	2024/11/01			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	19%	21%	19%	19%	EPS	1.64	1.84	1.74	1.86										
毛利率	33%	34%	34%	34%	BVPS	8.41	8.84	9.27	9.74										
期间费率	22%	23%	23%	22%	估值														
销售净利率	8%	10%	9%	9%	P/E	16.31	15.19	16.01	15.04										
成长能力					P/B	3.18	3.16	3.01	2.87										
收入增长率	2%	-6%	4%	4%	P/S	1.35	1.49	1.44	1.38										
利润增长率	11%	12%	-5%	6%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.89	0.78	0.77	0.75	营业收入	126179	119006	123317	128385										
应收账款周转率	40.74	40.37	42.58	42.30	营业成本	84789	78806	81414	84503										
存货周转率	6.20	6.42	6.60	6.61	营业税金及附加	733	706	730	758										
偿债能力					销售费用	22572	23028	23475	23905										
资产负债率	62%	61%	62%	63%	管理费用	5154	4919	4993	5264										
流动比	0.90	0.92	0.93	0.94	财务费用	-153	-593	-629	-734										
速动比	0.61	0.65	0.68	0.71	其他费用/(-收入)	850	833	740	860										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	11873	13560	12877	13645										
现金及现金等价物	43383	47231	55125	63017	营业外净收支	-152	-50	-104	-23										
应收款项	3305	2994	3176	3292	利润总额	11721	13510	12773	13622										
存货净额	12512	12036	12644	12942	所得税费用	1437	1691	1584	1692										
其他流动资产	10155	8908	8803	8750	净利润	10284	11818	11189	11931										
流动资产合计	69355	71169	79747	88001	少数股东损益	-144	118	90	119										
固定资产	35242	37297	38689	39629	归属于母公司净利润	10429	11700	11099	11811										
在建工程	4337	4184	4244	4330	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	38277	38156	39159	40028	经营活动现金流	18290	15034	18768	20244										
长期股权投资	4408	4467	4553	4682	净利润	10429	11700	11099	11811										
资产总计	151620	155273	166392	176669	少数股东损益	-144	118	90	119										
短期借款	39755	40555	47640	53609	折旧摊销	4431	4945	5220	5522										
应付款项	14840	14625	15048	15502	公允价值变动	-278	5	5	5										
合同负债	8696	8417	8696	9033	营运资金变动	-90	-1465	330	769										
其他流动负债	13570	14155	14622	15067	投资活动现金流	-16044	-4050	-8349	-8045										
流动负债合计	76860	77752	86007	93211	资本支出	-6893	-8553	-8185	-7845										
长期借款及应付债券	15247	15247	15247	15247	长期投资	-9331	-309	-189	-175										
其他长期负债	2193	2109	2109	2109	其他	179	4812	25	-26										
长期负债合计	17440	17356	17356	17356	筹资活动现金流	7258	-7119	-2526	-4307										
负债合计	94300	95108	103363	110567	债务融资	16486	3119	7086	5969										
股本	6366	6366	6366	6366	权益融资	162	-207	0	0										
股东权益	57320	60165	63029	66102	其它	-9389	-10030	-9611	-10276										
负债和股东权益总计	151620	155273	166392	176669	现金净增加额	9624	3848	7894	7892										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。