

利润超预期，乳业业绩拐点开启

伊利股份(600887)

评级:	买入	股票代码:	600887
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(元):	31.96/21.13
目标价格(元):		总市值(亿元)	1,801.57
最新收盘价(元):	28.3	自由流通市值(亿元)	1,801.57
		自由流通股数(百万)	6,334.47

事件概述

公司发布三季度报告，24Q1-Q3 实现营收 887.33 亿元，同比-8.61%，归母净利润 108.68 亿元，同比+15.87%，扣非归母净利润 85.09 亿元，同比-4.55%。24Q3 实现营收 290.37 亿元，同比-6.66%，归母净利润 33.37 亿元，同比+8.53%，扣非归母净利润 31.84 亿元，同比+13.42%。Q3 业绩超过市场预期。

分析判断:

► 24Q3 收入符合预期，渠道库存恢复健康水平

分产品来看，24Q3 液态奶/奶粉及奶制品/冷饮产品分别实现收入 206.4/68.2/10.2 亿元，分别同比-10.3%/+6.6%/-16.7%。我们认为 Q3 收入增速符合市场预期，其中液奶降幅环比 Q2 (-19.6%) 收窄，我们认为主要系四重周期（供给/需求/渠道转型/消费平替）有所转好所致，判断库存去化到良性水平。根据乳业圈，我们认为各品类情况：

1) 常温预计下滑幅度与液态奶整体相仿，常温液奶在 7 月还有一些渠道清理的收尾工作，8-9 月渠道已经恢复到健康水平，其中白奶表现好于常温酸奶和乳饮料；根据尼尔森，24Q1-3 常温白奶份额提升接近 1%，金典有机依然处于有机白奶第一品牌的位置。

2) 低温预计保持正增长，其中低温牛奶预计有双位数以上增长。

3) 奶粉保持份额提升，24Q3 婴配粉预计双位数增速，成人粉预计正增长。

► 净利率超过市场预期，减值部分冲回

24Q3 公司毛利率 35.1%，同比+2.5pct，相较 Q2 提升+1.1pct 有明显改善，我们判断主因 Q3 原奶价格下降更多+买赠减少（7 月底库存清理结束）。24Q3 销售/管理/财务费用率分别 19.0%/3.5%/-0.9%，分别同比+1.1/-0.4/-0.5pct，销售费用率提升我们预计与 7 月仍有部分渠道库存清理收尾工作有关，但相较 Q2 费用率均有明显改善。24Q3 营业外支出 0.2 亿元，相对去年同期 2.9 亿元大幅缩减。24Q3 信用减值 0.8 亿元，环比 24Q2 的-4.4 亿元和 23Q3 的-0.8 亿元均有明显改善，我们预计主要为减值冲回。24Q3 资产减值 1.8 亿元，环比 Q2 的 4.6 亿元大幅度减少，我们预计主因三季度生产旺季叠加上游热应激和供给收缩喷粉明显减少。综上，24Q3 净利率 11.5%，同比+1.6pct，超过市场预期。

► 判断全年业绩有望向上，看好明年收入拐点及利润率提升

我们认为明年春节时间较早，因此需求端环比向好确定性更强，24Q4 有望收入继续同比环比收窄趋势；同时，利润端在成本红利延续+费用控制+减值减少+投资收益扩大下实现净利率持续提升，全年看好扣非归母净利润率同比持平甚至提升。

我们判断明年收入判断在四重周期转好预期下，有望低基数下实现格局改善和收入正增长，同时供需周期转好预期更强的前提下，预计利润端延续 24 年的趋势，看好业绩改善。

投资建议

根据三季报调整盈利预测，24-26 年营业收入由 1208/1261/1300 亿元下调至 1169/1220/1259 亿元；归母净利润由 118/105/113 亿元上调至 122/110/119 亿元；EPS 由 1.86/1.66/1.78 元上调至 1.91/1.72/1.87 元，2024 年 11 月 1 日收盘价 28.3 元对应估值分别 15/16/15 倍。维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110,595	123,171	116,918	122,033	125,929
YoY (%)	14.2%	11.4%	-7.3%	4.4%	3.2%
归母净利润(百万元)	8,705	9,431	12,176	10,976	11,934
YoY (%)	23.0%	8.3%	16.8%	-9.9%	8.7%
毛利率 (%)	30.6%	32.3%	34.3%	34.4%	34.7%
每股收益 (元)	1.43	1.48	1.91	1.72	1.87
ROE (%)	18.2%	18.8%	21.8%	18.9%	19.8%
市盈率	19.12	17.26	14.80	16.41	15.10

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	126,179	116,918	122,033	125,929	净利润	10,284	12,056	10,856	11,814
YoY (%)	2.4%	-7.3%	4.4%	3.2%	折旧和摊销	4,431	5,451	5,726	5,968
营业成本	84,789	76,538	79,760	82,004	营运资金变动	-90	-4,064	-2,579	-1,240
营业税金及附加	733	679	709	731	经营活动现金流	18,290	12,786	14,827	17,067
销售费用	22,572	22,488	23,354	23,850	资本开支	-6,893	-4,035	-3,735	-3,335
管理费用	5,154	4,428	4,500	4,519	投资	-9,331	1,230	1,408	1,372
财务费用	-153	-818	-122	-126	投资活动现金流	-16,044	27	-1,965	-1,701
研发费用	850	699	730	753	股权募资	162	-759	0	0
资产减值损失	-1,526	-1,678	-800	-400	债务募资	16,486	2,021	1,486	998
投资收益	-31	2,600	200	100	筹资活动现金流	7,258	-7,975	-7,458	-8,742
营业利润	11,873	13,962	12,578	13,671	现金净流量	9,624	4,838	5,405	6,624
营业外收支	-152	-200	-200	-200	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
利润总额	11,721	13,762	12,378	13,471	成长能力				
所得税	1,437	1,707	1,523	1,657	营业收入增长率	2.4%	-7.3%	4.4%	3.2%
净利润	10,284	12,056	10,856	11,814	净利润增长率	10.6%	16.8%	-9.9%	8.7%
归属于母公司净利润	10,429	12,176	10,976	11,934	盈利能力				
YoY (%)	10.6%	16.8%	-9.9%	8.7%	毛利率	32.6%	34.3%	34.4%	34.7%
每股收益(元)	1.64	1.91	1.72	1.87	净利率	8.3%	10.4%	9.0%	9.5%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产收益率 ROA	6.9%	8.2%	7.2%	7.8%
货币资金	43,372	48,210	53,614	60,239	净资产收益率 ROE	19.5%	21.8%	18.9%	19.8%
预付款项	1,480	1,148	957	820	偿债能力				
存货	12,512	7,921	8,211	6,534	流动比率	0.90	1.00	1.10	1.21
其他流动资产	11,992	12,669	13,941	14,781	速动比率	0.61	0.73	0.81	0.92
流动资产合计	69,355	69,948	76,724	82,373	现金比率	0.56	0.69	0.77	0.89
长期股权投资	4,408	4,108	3,808	3,508	资产负债率	62.2%	60.1%	59.6%	58.6%
固定资产	35,242	35,507	34,243	31,870	经营效率				
无形资产	4,729	4,662	4,639	4,629	总资产周转率	0.89	0.77	0.81	0.82
非流动资产合计	82,265	79,283	75,549	71,209	每股指标 (元)				
资产合计	151,620	149,230	152,273	153,582	每股收益	1.64	1.91	1.72	1.87
短期借款	39,755	39,755	39,755	39,755	每股净资产	8.41	8.78	9.10	9.46
应付账款及票据	14,840	12,544	12,093	10,230	每股经营现金流	2.87	2.01	2.33	2.68
其他流动负债	22,265	17,902	17,911	17,926	每股股利	1.20	1.45	1.41	1.53
流动负债合计	76,860	70,201	69,759	67,911	估值分析				
长期借款	11,705	13,705	15,205	16,205	PE	17.26	14.80	16.41	15.10
其他长期负债	5,735	5,784	5,808	5,840	PB	3.18	3.12	3.01	2.89
非流动负债合计	17,440	19,489	21,013	22,045					
负债合计	94,300	89,690	90,772	89,957					
股本	6,366	6,334	6,334	6,334					
少数股东权益	3,781	3,661	3,541	3,421					
股东权益合计	57,320	59,540	61,501	63,626					
负债和股东权益合计	151,620	149,230	152,273	153,582					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。