

## 业绩持续承压 年底或有望企稳

——伊利股份 2024 年三季度报点评

公司点评

### ● 公司三季度营收增速下滑但降幅较二季度明显收窄，净利保持增长：

公司 2024 年三季度报，实现营收 890.39 亿元/-8.59%；归母净利润 108.68 亿元/+15.87%。2024Q3 实现营收 291.25 亿元/-6.67%；归母净利润 33.37 亿元/+8.53%。公司毛利率 34.81%，同比提高 1.90pct。两费方面，销售费用率 19.26%，同升 1.61pct；管理费用率 4.42%，同升-0.13pct。净利率 12.28%，同升 2.63pct。

公司前三季单季营收增速分别为-2.58%/-16.54%/-6.67%。公司三季度单季营收虽然持续下滑，但降幅较二季度明显收窄。下半年虽有奥运会的费用投入，但公司持续对整体费用投放进行较好把控。受益于原奶成本的下降和对费用的管控，公司利润率实现较好恢复。公司预计下半年原奶价格还会有一定下降，营收短期继续承压，伴随液奶渠道库存调整结束，四季度液奶业务有望轻装上阵，奶粉等业务也在持续向好，四季度有望延续收入增速改善趋势，待后续收入有较好恢复后，得益于公司规模效应，销售费用率有望恢复平稳。

### ● 公司国内乳业龙头地位稳固，品牌优势明显，渠道拓展能力强

公司在国内乳业龙头地位稳固，市占率持续提升，渠道优势稳健，新品丰富。公司布局液态奶、乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品、奶酪、黄油、稀奶油等多个品类，并持续推动乳品供给结构升级。报告期内以婴幼儿营养品、成人营养品和餐饮 B2B 业务为代表的高附加值品类与业务增长良好。多元化的品类与业务组合在复杂的经济环境下显示出了良好韧性。

公司品牌优势明显，2024 年，凯度 BrandZ 最具价值全球品牌榜发布，“伊利”品牌价值连续多年蝉联全球乳业第一。凯度消费者指数发布《2024 品牌足迹报告》，公司以领先的消费者触及数、品牌渗透率和年均选择次数，蝉联“中国消费者十大首选品牌榜单”首位。

公司持续强化立体化渠道构建，落实推进线上、线下全渠道数字化转型战略，强化全渠道的精细化管理。尼尔森与星图第三方市场调研数据综合显示：报告期，在线上、线下渠道，公司液态奶、冷饮零售额市场份额均位列第一，截止三季度，公司婴幼儿奶粉全渠道市场份额同比增长 2pct，达到 13.2%。

### ● 盈利预测及投资建议

面对消费谨慎的市场趋势，公司灵活地优化调整自身的经营策略，从产品规格包装、产品价格带布局等方面入手，满足多样化的消费需求。短期看公司回购进一步提振市场信心。

我们预计公司 24/25/26 年实现营收分别为 1774/1230/1292 亿元，同比增速 -6.6%/4.8%/5%，净利润分别为 119/121/127 亿元，对应 EPS 分别为 1.87/1.89/2 元。当前股价对应 PE 分别为 15.4/15.2/14.4 倍，公司当前 PE15.6 倍，申万食品饮料行业当前 PE21.4 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**消费低迷恢复不及预期，原奶供需恢复不及预期，食品安全问题，企业经营成本费用超预期，新品消费培育不及预期。

## 强烈推荐（维持评级）

陈文倩（分析师）

chenwenqian@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280515080002

市场数据	时间 2024/12/16
收盘价(元)：	29.2
一年最低/最高(元)：	21.13/31.96
总股本(亿股)：	63.66
总市值(亿元)：	1858.86
流通股本(亿股)：	63.34
流通市值(亿元)：	1849.67
近3月换手率：	67.55%

### 股价一年走势



### 相关报告

《疫情冲击利润承压，平台优势凸显长期价值》2020-04-28

《高基数下开门红，全年业绩无忧》2019-04-26

《收入利润超预期，五强千亿指日可待》2019-02-28

《收购 Chomthana，切入东南亚市场，国际化再下一城》2018-11-30

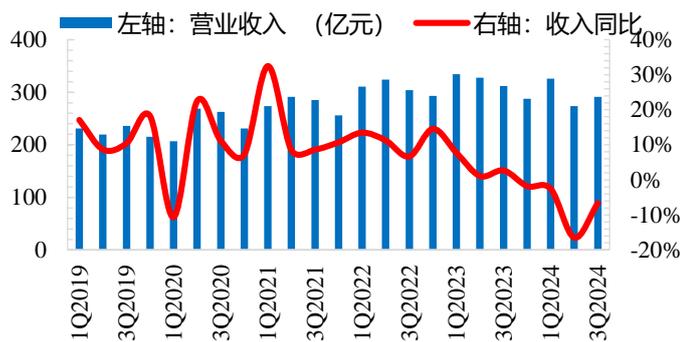
《短期业绩继续承压，看好长期发展》

**财务摘要和估值指标**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	122,698	125,758	117,421	123,031	129,163
增长率(%)	11.4	2.5	-6.6	4.8	5.0
净利润(百万元)	9,431	10,429	11,916	12,061	12,735
增长率(%)	8.3	10.6	14.3	1.2	5.6
毛利率(%)	32.3	32.6	34.2	33.3	32.8
净利率(%)	7.7	8.3	10.1	9.8	9.9
ROE(%)	17.2	17.9	19.2	17.9	17.4
EPS(摊薄/元)	1.48	1.64	1.87	1.89	2.00
P/E(倍)	19.5	17.6	15.4	15.2	14.4
P/B(倍)	3.7	3.4	3.2	2.9	2.7

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2024 年 12 月 16 日

**图1： 2019Q1-2024Q3 单季营业收入 (亿元) 增速下滑，三季度单季营收增速降幅明显放缓**



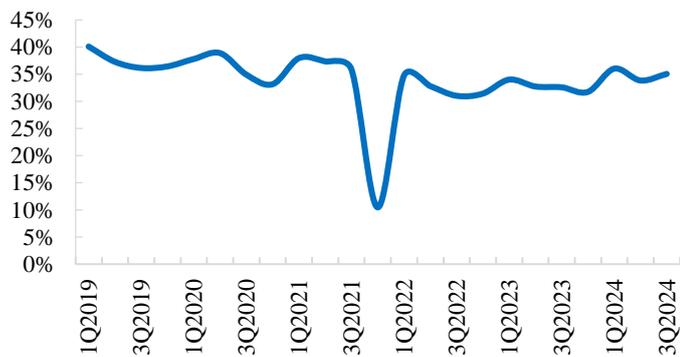
资料来源：wind，诚通证券研究所

**图2： 2019Q1-2024Q3 单季归母净利润 (亿元) 增速放缓，三季度单季增长 8.5%**



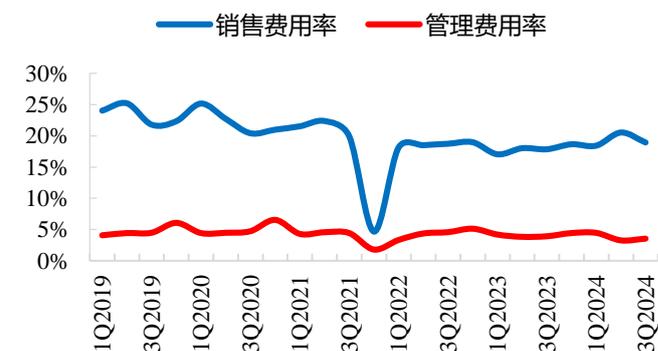
资料来源：wind，诚通证券研究所

**图3： 2019Q1-2024Q3 单季毛利率表现稳健略有提升**



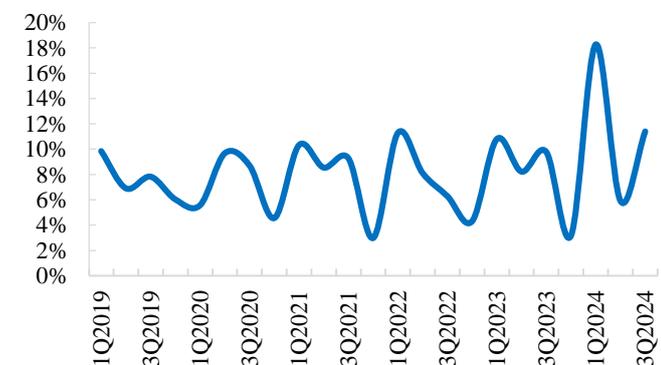
资料来源：wind，诚通证券研究所

**图4： 2019Q1-2024Q3 单季销售费用率和管理费用率收缩**



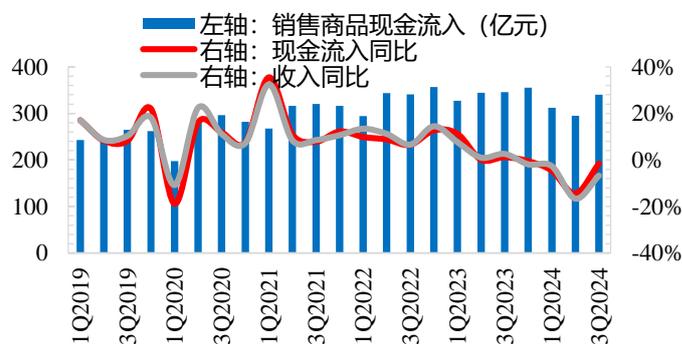
资料来源：wind，诚通证券研究所

**图5： 2019Q1-2024Q3 单季净利率保持稳健提升态势**



资料来源：wind，诚通证券研究所

**图6： 2019Q1-2024Q3 单季销售商品现金流入回升**



资料来源：wind，诚通证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>61463</b>	<b>69355</b>	<b>70307</b>	<b>80673</b>	<b>78585</b>	<b>营业收入</b>	<b>122698</b>	<b>125758</b>	<b>117421</b>	<b>123031</b>	<b>129163</b>
现金	33853	43372	47628	56281	54198	营业成本	83119	84789	77232	82030	86764
应收票据及应收账款合计	3250	3305	0	0	0	营业税金及附加	742	733	700	731	764
其他应收款	200	195	174	212	193	营业费用	22908	22572	22719	22952	23534
预付账款	1834	1480	1614	1628	1776	管理费用	5343	5154	4754	5127	5302
存货	14836	12512	12399	14059	13926	研发费用	822	850	845	886	911
其他流动资产	7490	8492	8492	8492	8492	财务费用	-255	-153	-395	-179	-192
<b>非流动资产</b>	<b>69502</b>	<b>82265</b>	<b>77464</b>	<b>76543</b>	<b>75564</b>	资产减值损失	-792	-1526	-880	-1070	-1219
长期投资	4563	4408	4399	4325	4226	公允价值变动收益	94	278	164	179	207
固定资产	35511	36901	32388	31427	30365	其他收益	964	1098	957	1006	1020
无形资产	4648	4729	5286	5814	6437	投资净收益	244	-31	202	124	106
其他非流动资产	24780	36227	35391	34976	34537	<b>营业利润</b>	<b>10860</b>	<b>11873</b>	<b>13750</b>	<b>13845</b>	<b>14615</b>
<b>资产总计</b>	<b>130965</b>	<b>151620</b>	<b>147771</b>	<b>157215</b>	<b>154149</b>	营业外收入	61	230	85	97	106
<b>流动负债</b>	<b>62170</b>	<b>76860</b>	<b>72648</b>	<b>80159</b>	<b>74727</b>	营业外支出	291	382	283	319	328
短期借款	26799	39755	39755	39755	39755	<b>利润总额</b>	<b>10630</b>	<b>11721</b>	<b>13553</b>	<b>13623</b>	<b>14394</b>
应付票据及应付账款合计	16807	14840	12790	17276	14390	所得税	1312	1437	1728	1696	1797
其他流动负债	18563	22265	20104	23128	20582	<b>净利润</b>	<b>9318</b>	<b>10284</b>	<b>11825</b>	<b>11927</b>	<b>12596</b>
<b>非流动负债</b>	<b>14653</b>	<b>17440</b>	<b>13617</b>	<b>10414</b>	<b>7201</b>	少数股东损益	-113	-144	-91	-134	-138
长期借款	12781	15247	11423	8221	5007	<b>归属母公司净利润</b>	<b>9431</b>	<b>10429</b>	<b>11916</b>	<b>12061</b>	<b>12735</b>
其他非流动负债	1872	2193	2193	2193	2193	EBITDA	15969	18115	18550	18452	19273
<b>负债合计</b>	<b>76822</b>	<b>94300</b>	<b>86265</b>	<b>90573</b>	<b>81927</b>	EPS(元)	1.48	1.64	1.87	1.89	2.00
少数股东权益	3875	3781	3690	3556	3417						
股本	6399	6366	6366	6366	6366	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	14235	13380	13380	13380	13380	<b>成长能力</b>					
留存收益	30787	34615	37748	40939	44308	营业收入(%)	11.4	2.5	-6.6	4.8	5.0
归属母公司股东权益	50268	53539	57816	63086	68805	营业利润(%)	6.2	9.3	15.8	0.7	5.6
<b>负债和股东权益</b>	<b>130965</b>	<b>151620</b>	<b>147771</b>	<b>157215</b>	<b>154149</b>	归属于母公司净利润(%)	8.3	10.6	14.3	1.2	5.6
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	32.3	32.6	34.2	33.3	32.8
						净利率(%)	7.7	8.3	10.1	9.8	9.9
						ROE(%)	17.2	17.9	19.2	17.9	17.4
						ROIC(%)	27.4	30.8	36.2	43.5	39.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	58.7	62.2	58.4	57.6	53.1
						净负债比率(%)	14.0	26.5	12.6	-6.2	-7.3
						流动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
						速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	45.8	38.4	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	5.4	5.4	0.0	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.48	1.64	1.87	1.89	2.00
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	2.51	2.05	3.29	1.66
						每股净资产(最新摊薄)	7.90	8.41	9.08	9.91	10.81
						<b>估值比率</b>					
						P/E	19.5	17.6	15.4	15.2	14.4
						P/B	3.7	3.4	3.2	2.9	2.7
						EV/EBITDA	12.2	11.2	10.5	9.9	9.4

资料来源：公司公告、诚通证券研究所

## 特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资评级说明

### 诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20% 以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5% 以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通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。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

## 联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>