

渠道调整初见成效

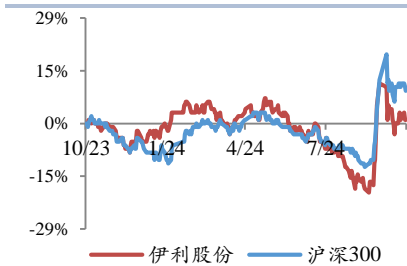
——伊利股份 24Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-31

收盘价(元)	26.44
近12个月最高/最低(元)	31.96/21.13
总股本(百万股)	6,366
流通股本(百万股)	6,334
流通股比例(%)	99.51
总市值(亿元)	1,683
流通市值(亿元)	1,675

公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：罗越文

执业证书号：S0010524020001

邮箱：luoyuewen@hazq.com

相关报告

1. 聚焦长期，H2 有望环比改善 2024-09-01

2. 液态奶收入环比改善，利润端超预期 2023-10-31

主要观点：

- 公司发布 2024 年三季报：
 - Q3：营收 290.4 亿元 (-6.7%)，归母净利润 33.4 亿元 (+8.5%)，扣非归母净利润 31.8 亿元 (+13.4%)；
 - Q1-3：营收 887.3 亿元 (-8.6%)，归母净利润 108.7 亿元 (+15.9%)，扣非归母净利润 85.1 亿元 (-4.6%)。
- 收入符合、利润超预期。

- 收入端：渠道调整效果显现

- 分产品：Q3 液体乳/ 奶粉/ 冷饮营收同比-10.3%/ +6.6%/ -16.6%，在 Q2 库存消化后 Q3 液奶降幅收窄 (Q2 -19.6%)，当前库存恢复良性，奶粉份额仍维持提升趋势。

- 盈利端：成本红利&货折减少提升盈利

- Q3 毛利率同比+2.5pct 至 35.1%，源于原奶成本下降及货折减少；销售/ 管理/ 研发/ 财务费率同比+1.1pct/ -0.4pct/ +0.1pct/ -0.5pct，此外营业外支出同比-2.7 亿元（去年同期捐赠较多）、所得税率同比-2.2pct 至 11.3%，致归母净利率同比+1.6pct 至 11.5%。

- 投资建议：维持“买入”

- 我们的观点：

库存良性&春节备货下，预计 Q4 继续环比改善，25 年望恢复收入增长；盈利端 25 年上游出清望带来供需格局改善，长期净利率仍处上升通道。

盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 1174/ 1230/ 1282 亿元（原预测 1219/ 1277/ 1332 亿元），同比-7.0%/ +4.8%/ +4.3%；实现归母净利润 120/ 110/ 120 亿元（原预测 115 / 110/ 118 亿元），同比+15.2%/ -8.3%/ +9.1%；当前股价对应 PE 分别为 14/ 15/ 14 倍，维持“买入”评级。

- 风险提示：

需求恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	126179	117391	123005	128248
收入同比 (%)	2.4%	-7.0%	4.8%	4.3%
归属母公司净利润	10429	12009	11006	12006
净利润同比 (%)	10.6%	15.2%	-8.3%	9.1%
毛利率 (%)	32.8%	34.5%	34.9%	35.2%
ROE (%)	19.5%	18.3%	14.4%	13.6%
每股收益 (元)	1.64	1.89	1.73	1.89
P/E	16.31	14.02	15.29	14.02
P/B	3.18	2.57	2.20	1.90
EV/EBITDA	11.37	9.99	8.60	7.26

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 10 月 30 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	69355	78512	94224	110792	营业收入	126179	117391	123005	128248
现金	43372	54799	69535	85413	营业成本	84789	76911	80078	83050
应收账款	3085	1771	2193	2360	营业税金及附加	733	716	750	782
其他应收款	195	161	169	176	销售费用	22572	22539	23617	24367
预付账款	1480	1538	1602	1661	管理费用	5154	4602	4797	5002
存货	12512	11589	12066	12514	财务费用	-153	-131	-183	-202
其他流动资产	8713	8653	8661	8668	资产减值损失	-1526	-771	-872	-973
非流动资产	82265	80903	78456	75971	公允价值变动收益	278	61	50	42
长期投资	4408	4208	4008	3808	投资净收益	-31	2583	25	26
固定资产	35242	31192	27001	22691	营业利润	11873	13919	12719	13895
无形资产	4729	8708	11686	14663	营业外收入	230	61	63	52
其他非流动资产	37885	36795	35760	34808	营业外支出	382	10	8	13
资产总计	151620	159414	172680	186762	利润总额	11721	13969	12773	13934
流动负债	76860	71534	72679	73624	所得税	1437	1900	1712	1867
短期借款	39755	39755	39755	39755	净利润	10284	12069	11062	12067
应付账款	13799	13591	14480	15245	少数股东损益	-144	60	55	60
其他流动负债	23306	18188	18444	18624	归属母公司净利润	10429	12009	11006	12006
非流动负债	17440	18490	19550	20620	EBITDA	16229	17243	18431	19810
长期借款	11705	12755	13815	14885	EPS (元)	1.64	1.89	1.73	1.89
其他非流动负债	5735	5735	5735	5735					
负债合计	94300	90025	92229	94244					
少数股东权益	3781	3841	3897	3957					
股本	6366	6366	6366	6366					
资本公积	13380	13380	13380	13380					
留存收益	33793	45802	56808	68814					
归属母公司股东权益	53539	65548	76555	88561					
负债和股东权益	151620	159414	172680	186762					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	18290	13282	18443	19763
净利润	10429	12009	11006	12006
折旧摊销	4431	5301	5394	5430
财务费用	2225	953	1132	1189
投资损失	31	-2583	-25	-26
营运资金变动	-90	-3615	-84	45
其他经营现金流	11783	16840	12109	13080
投资活动现金流	-16044	-2013	-3686	-3808
资本支出	-6893	-4006	-3012	-3037
长期投资	-9331	-650	-749	-838
其他投资现金流	179	2644	75	68
筹资活动现金流	7258	158	-22	-77
短期借款	12955	0	0	0
长期借款	2407	1050	1060	1070
普通股增加	-33	0	0	0
资本公积增加	-855	0	0	0
其他筹资现金流	-7216	-892	-1082	-1147
现金净增加额	9624	11428	14735	15878

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	2.4%	-7.0%	4.8%	4.3%
营业利润	9.3%	17.2%	-8.6%	9.2%
归属于母公司净利	10.6%	15.2%	-8.3%	9.1%
获利能力				
毛利率 (%)	32.8%	34.5%	34.9%	35.2%
净利率 (%)	8.3%	10.2%	8.9%	9.4%
ROE (%)	19.5%	18.3%	14.4%	13.6%
ROIC (%)	9.0%	8.1%	8.1%	8.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	62.2%	56.5%	53.4%	50.5%
净负债比率 (%)	164.5%	129.7%	114.6%	101.9%
流动比率	0.90	1.10	1.30	1.50
速动比率	0.69	0.89	1.08	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.74	0.71	0.69
应收账款周转率	40.91	66.30	56.10	54.35
应付账款周转率	6.14	5.66	5.53	5.45
每股指标 (元)				
每股收益	1.64	1.89	1.73	1.89
每股经营现金流	2.87	2.09	2.90	3.10
每股净资产	8.41	10.30	12.03	13.91
估值比率				
P/E	16.31	14.02	15.29	14.02
P/B	3.18	2.57	2.20	1.90
EV/EBITDA	11.37	9.99	8.60	7.26

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：罗越文，食品饮料资深分析师。北京大学金融硕士，6年食品饮料、餐饮研究经验，曾任职于兴业证券、拾贝投资，新财富团队成员，擅长从买方视角深度挖掘投资机会。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。