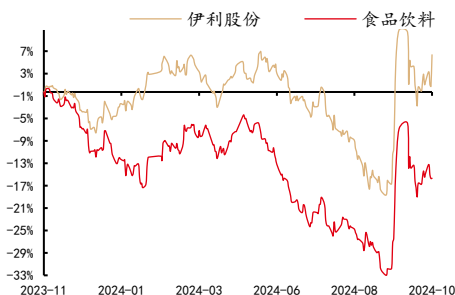


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	27.91
总股本/流通股本(亿股)	63.66 / 63.34
总市值/流通市值(亿元)	1,777 / 1,768
52周内最高/最低价	29.29 / 21.37
资产负债率(%)	62.2%
市盈率	17.02
第一大股东	香港中央结算有限公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 张子健
SAC 登记编号: S1340524050001
Email: zhangzijian@cnpsec.com

伊利股份(600887)

收入压力有所缓解，盈利表现超预期

● 事件

公司2024年前三季度实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 890.39/887.33/108.68/85.09 亿元，同比 -8.59%/-8.61%/15.87%/0.65%。单Q3 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 291.25/290.37/33.37/31.84 亿元，同比 -6.67%/-6.66%/8.53%/13.42%。

● 核心要点

收入压力有所缓解，盈利表现超预期。公司2024年前三季度实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 890.39/887.33/108.68/85.09 亿元，同比 -8.59%/-8.61%/15.87%/0.65%。2024年前三季度，公司毛利率/归母净利率为 35.03%/12.21%，分别同比+1.91/+2.58pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.26%/3.79%/0.62%/-0.67%，分别同比+1.61/-0.19/+0.06/-0.38pct。

减值冲回叠加折扣收缩，三季度业绩超预期。公司单Q3 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 291.25/290.37/33.37/31.84 亿元，同比 -6.67%/-6.66%/8.53%/13.42%。24Q3，公司毛利率/归母净利率为 35.05%/11.46%，分别同比+2.46/+1.61pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.96%/3.54%/0.74%/-0.91%，分别同比+1.09/-0.38/+0.07/-0.5pct。单三季度毛销差有所增加、主因三季度原奶价格继续下滑高个位数、同时公司货龄调整逐步到位后减小了折扣力度。单三季度公司信用减值损失冲回 0.84 亿元，去年同期计提 0.74 亿元；资产减值损失计提 1.83 亿元，去年同期计提 0.83 亿元。

液奶下滑有所收窄。分产品看，前三季度液体乳/奶粉及奶制品/冷饮/其他分别实现收入 575.24/213.30/83.44/5.91 亿元，同比 -12.09%/7.07%/-19.64%/25.35%，单三季度分别实现收入 206.37/68.21/10.21/1.85 亿元，同比 -10.31%/6.56%/-16.65%/22.70%。分区域看，前三季度华北/华南/华中/华东/其他地区分别实现收入 247.18/222.47/163.77/136.88/107.59 亿元，同比 -6.28%/-8.21%/-12.78%/-11.16%/-5.74%，单三季度分别实现收入 79.20/75.41/53.79/46.04/32.20 亿元，同比 -6.76%/0.03%/-16.01%/-5.54%/-7.31%。

● 盈利预测与投资评级

展望 2025 年，行业供需有望逐渐走向新的平衡，资产和信用减值压力有望同比减缓。我们预计 2024-2026 年公司实现营收

1197.91/1249.49/1290.36 亿元，同比-5.06%/+4.31%/+3.27%，预计 2024-2026 年归母净利润为 121.68/113.01/124.91 亿元，同比 +16.68%/-7.13%/+10.53%，未来三年 EPS 为 1.91/1.78/1.96 元，对应当前股价 PE 为 15/16/14 倍。当前股价对应 24 年预期股息率 4.79%，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	126179	119791	124949	129036
增长率(%)	2.44	-5.06	4.31	3.27
EBITDA（百万元）	15848.10	35678.77	38776.30	21761.22
归属母公司净利润（百万元）	10428.54	12168.01	11300.53	12490.88
增长率(%)	10.58	16.68	-7.13	10.53
EPS(元/股)	1.64	1.91	1.78	1.96
市盈率(P/E)	17.04	14.60	15.72	14.22
市净率(P/B)	3.32	3.05	2.84	2.64
EV/EBITDA	12.27	5.09	4.06	6.94

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	126179	119791	124949	129036	营业收入	2.4%	-5.1%	4.3%	3.3%
营业成本	84789	78508	82423	85733	营业利润	9.3%	18.0%	-7.0%	10.4%
税金及附加	733	715	745	770	归属于母公司净利润	10.6%	16.7%	-7.1%	10.5%
销售费用	22572	22880	23116	23226	获利能力				
管理费用	5154	4792	4873	4903	毛利率	32.8%	34.5%	34.0%	33.6%
研发费用	850	719	750	774	净利率	8.2%	10.1%	9.0%	9.6%
财务费用	-153	-400	-400	-400	ROE	19.5%	20.9%	18.1%	18.6%
资产减值损失	-1526	-1449	-1062	-774	ROIC	14.8%	15.2%	17.6%	28.8%
营业利润	11873	14007	13020	14374	偿债能力				
营业外收入	230	116	116	116	资产负债率	62.2%	57.3%	53.8%	51.6%
营业外支出	382	283	283	283	流动比率	0.90	1.09	1.33	1.39
利润总额	11721	13840	12853	14207	营运能力				
所得税	1437	1765	1639	1811	应收账款周转率	40.91	44.45	44.45	44.45
净利润	10284	12075	11214	12396	存货周转率	6.78	6.78	6.78	6.78
归母净利润	10429	12168	11301	12491	总资产周转率	0.83	0.83	0.87	0.88
每股收益(元)	1.64	1.91	1.78	1.96	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.64	1.91	1.78	1.96
货币资金	43372	55194	72205	76006	每股净资产	8.41	9.14	9.81	10.56
交易性金融资产	1	1	1	1	估值比率				
应收票据及应收账款	3305	2871	2995	3093	PE	17.04	14.60	15.72	14.22
预付款项	1480	1618	1687	1742	PB	3.32	3.05	2.84	2.64
存货	12512	11586	12164	12653	现金流量表				
流动资产合计	69355	78657	96752	101443	净利润	10284	8894	10257	11438
固定资产	37422	21295	4084	3000	折旧和摊销	4280	22239	26323	7954
在建工程	4337	5168	3000	3000	营运资本变动	-222	-1111	498	423
无形资产	4729	3941	3153	2365	其他	3041	391	391	391
非流动资产合计	82265	66315	46282	44617	经营活动现金流净额	17382	30412	37468	20206
资产总计	151620	144973	143034	146060	资本开支	-6548	-6000	-6000	-6000
短期借款	39755	38755	37755	36755	其他	-9497	2101	-122	-122
应付票据及应付账款	14840	14687	15420	16039	投资活动现金流净额	-16044	-3899	-6122	-6122
其他流动负债	22265	18785	19635	20330	股权融资	-888	0	0	0
流动负债合计	76860	72227	72810	73123	债务融资	15335	-7549	-7731	-2942
其他	17440	10891	4160	2218	其他	-7189	-7142	-6604	-7342
非流动负债合计	17440	10891	4160	2218	筹资活动现金流净额	7258	-14691	-14335	-10283
负债合计	94300	83118	76970	75342	现金及现金等价物净增加额	8716	11823	17011	3801
股本	6366	6366	6366	6366					
资本公积金	13380	13380	13380	13380					
未分配利润	33793	38419	42716	47465					
少数股东权益	3781	3688	3602	3507					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	57320	61854	66065	70719					
负债和所有者权益总计	151620	144973	143034	146060					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048