

伊利股份 (600887.SH) 2024Q3 利润超预期，盈利能力有望稳步提升

2024年11月03日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790123070080

日期	2024/11/1
当前股价(元)	28.30
一年最高最低(元)	31.96/21.13
总市值(亿元)	1,801.57
流通市值(亿元)	1,792.65
总股本(亿股)	63.66
流通股本(亿股)	63.34
近3个月换手率(%)	63.08

● 2024Q3 归母净利润超预期，长期盈利能力有望稳步提升

公司发布2024年三季报。2024Q1-Q3收入887.3亿元，同比-8.6%；归母净利润108.68亿元，同比+15.9%。2024Q3单季收入290.4亿元，同比-6.7%；归母净利润33.37亿元，同比+8.5%。收入基本符合预期，利润超预期。我们维持2024-2026年归母净利为116.8、115.6、126.0亿元，EPS为1.83、1.82、1.98元，当前股价对应PE为15.4、15.6、14.3倍。公司布局多元品类、完善渠道矩阵、夯实品牌力，长期盈利能力可稳步提升，维持“买入”评级。

● Q3 渠道调整完成，液奶环比改善

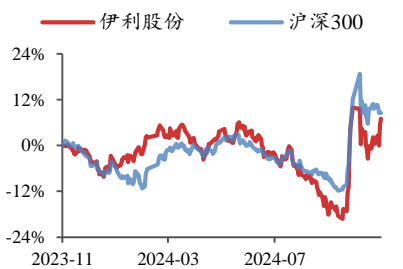
2024Q3公司液奶/奶粉/冷饮业务同比分别-10.3%/+6.6%/-16.7%。(1)液奶：终端需求延续弱势，而公司经过前期的渠道调整，库存恢复到健康水平，收入降幅环比Q2有所收窄。公司液体乳仍稳居行业第一，分品类看，白奶表现更好，其中金典有机表现强劲，低温牛奶有双位数以上增长。(2)奶粉：三季度奶粉业务持续增长态势，奶粉整体销量为中国市场第一，其中婴配粉实现双位数增长，成人粉仍有较好表现。(3)冷饮：三季度继续完善冷饮业务的渠道调整工作，增长略有压力，公司冷饮连续29年位列第一，结构调整助推业绩向好。展望四季度，随着促牛奶消费政策落地，有望带动液奶需求修复，同时受到2025年春节错期的影响，部分备货将在四季度进行，综合来看液奶业务环比有望继续改善。

● 奶价下降及产品单价恢复拉动毛利率提升，全年主业利润率有望提升

2024Q3公司实现毛利率34.9% (YoY+2.5pct)，提升幅度显著，主因原奶成本下降以及渠道调整完成后产品单价恢复。销售费用方面，7月份渠道调整仍然进行了相关投放，同时奥运相关费用投放增加，但整体费用管控较好，2024Q3销售费用率同比略增1.1pct至19.0%。综合来看Q3净利率同比+1.6pct至11.4%，扣非净利率同比+2.4ct至11.0%。展望四季度，毛利率仍预计受到原奶成本下行的支撑，同时销售费用率基本平稳，全年看扣除一次性因素后主业利润率有望提升，未来随着收入回暖下规模效应体现、费效比提升，盈利能力仍有望稳步提升。

● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《短期调整下业绩承压，期待下半年环比改善——公司信息更新报告》-2024.8.31

《营收承压，净利率提升——公司信息更新报告》-2024.5.3

《液态奶逐季改善，利润率持续提升——公司信息更新报告》-2023.11.16

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	120,120	123,583	128,127
YOY(%)	11.4	2.5	-4.5	2.9	3.7
归母净利润(百万元)	9,431	10,429	11,679	11,557	12,595
YOY(%)	8.3	10.6	12.0	-1.0	9.0
毛利率(%)	32.3	32.6	34.0	34.1	34.2
净利率(%)	7.7	8.3	9.7	9.4	9.8
ROE(%)	17.2	17.9	18.9	17.6	17.8
EPS(摊薄/元)	1.48	1.64	1.83	1.82	1.98
P/E(倍)	19.1	17.3	15.4	15.6	14.3
P/B(倍)	3.6	3.4	3.1	2.9	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	61463	69355	67848	75154	73536
现金	33853	43372	42633	47824	46963
应收票据及应收账款	3250	3305	1795	3852	2096
其他应收款	200	195	182	206	197
预付账款	1834	1480	1685	1571	1805
存货	14836	12512	13059	13209	13984
其他流动资产	7490	8492	8492	8492	8492
非流动资产	69502	82265	80643	79288	78113
长期投资	4563	4408	6754	6899	7045
固定资产	35511	36901	33116	31588	30134
无形资产	4648	4729	5286	5814	6437
其他非流动资产	24780	36227	35487	34986	34497
资产总计	130965	151620	148491	154442	151649
流动负债	62170	76860	73515	79018	74723
短期借款	26799	39755	39755	39755	39755
应付票据及应付账款	16807	14840	13513	16337	14433
其他流动负债	18563	22265	20246	22926	20536
非流动负债	14653	17440	13705	10364	7047
长期借款	12781	15247	11512	8171	4854
其他非流动负债	1872	2193	2193	2193	2193
负债合计	76822	94300	87220	89382	81771
少数股东权益	3875	3781	3692	3563	3426
股本	6399	6366	6366	6366	6366
资本公积	14235	13380	13380	13380	13380
留存收益	30787	34615	37628	40542	43657
归属母公司股东权益	50268	53539	57579	61497	66452
负债和股东权益	130965	151620	148491	154442	151649

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	13420	18290	8784	17257	11315
净利润	9318	10284	11590	11428	12458
折旧摊销	3887	4280	3519	3635	3844
财务费用	-255	-153	-472	-718	-975
投资损失	-244	31	-2529	-329	-329
营运资金变动	-2013	-222	-4391	3263	-3665
其他经营现金流	2727	4070	1067	-22	-18
投资活动现金流	-19514	-16044	765	-1805	-2194
资本支出	6646	6956	-448	2133	2524
长期投资	-6286	-9292	-2346	-146	-146
其他投资现金流	-6581	203	2662	474	475
筹资活动现金流	8781	7258	-10287	-10262	-9982
短期借款	14203	12955	0	0	0
长期借款	4212	2466	-3735	-3341	-3317
普通股增加	-1	-33	0	0	0
资本公积增加	-33	-855	0	0	0
其他筹资现金流	-9600	-7275	-6553	-6921	-6665
现金净增加额	2108	9624	-738	5190	-861

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	122698	125758	120120	123583	128127
营业成本	83119	84789	79279	81441	84307
营业税金及附加	742	733	707	735	759
营业费用	22908	22572	22703	23110	23768
管理费用	5343	5154	4805	4820	4869
研发费用	822	850	829	865	910
财务费用	-255	-153	-472	-718	-975
资产减值损失	-792	-1526	-900	-1074	-1209
其他收益	964	1098	686	675	815
公允价值变动收益	94	278	148	162	161
投资净收益	244	-31	2529	329	329
资产处置收益	-5	-21	-15	-17	-14
营业利润	10860	11873	13516	13281	14441
营业外收入	61	230	99	112	126
营业外支出	291	382	326	294	323
利润总额	10630	11721	13289	13099	14244
所得税	1312	1437	1699	1671	1786
净利润	9318	10284	11590	11428	12458
少数股东损益	-113	-144	-89	-129	-137
归属母公司净利润	9431	10429	11679	11557	12595
EBITDA	15969	18115	18498	18240	19419
EPS(元)	1.48	1.64	1.83	1.82	1.98

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	11.4	2.5	-4.5	2.9	3.7
营业利润(%)	6.2	9.3	13.8	-1.7	8.7
归属于母公司净利润(%)	8.3	10.6	12.0	-1.0	9.0
获利能力					
毛利率(%)	32.3	32.6	34.0	34.1	34.2
净利率(%)	7.7	8.3	9.7	9.4	9.8
ROE(%)	17.2	17.9	18.9	17.6	17.8
ROIC(%)	11.6	10.9	11.6	11.2	11.8
偿债能力					
资产负债率(%)	58.7	62.2	58.7	57.9	53.9
净负债比率(%)	13.4	26.1	20.5	6.2	2.3
流动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	48.6	40.7	50.3	46.6	45.9
应付账款周转率	5.6	5.7	5.8	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.48	1.64	1.83	1.82	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	2.11	2.87	1.38	2.71	1.78
每股净资产(最新摊薄)	7.90	8.41	9.04	9.66	10.44
估值比率					
P/E	19.1	17.3	15.4	15.6	14.3
P/B	3.6	3.4	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	12.0	11.0	10.6	10.3	9.5

特别声明

《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）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其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。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn