

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
人民币 28.90 人民币 33.30个 +15.2%

2024年11月6日

伊利股份 (600887 CH)

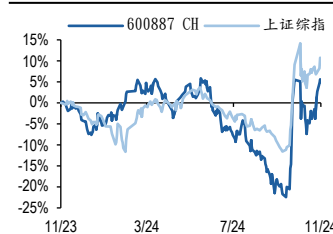
原奶价格下跌引领利润率提升；供给端优化有利于龙头长期竞争优势

- 3 季度利润率明显提升。2024 年 3 季度伊利收入 291 亿元（人民币，下同），同比降 6.7%，环比降幅缩窄（2 季度同比下滑 16.5%）；受惠原奶价格持续下降及产品结构优化，毛利率于 3 季度同比提升 2.5 个百分点至 35.0%（环比提升 1.2 个百分点）。辅以费率的有效管控，3 季度净利润同比增 8.5%至 33.4 亿元，对应净利润率 11.5%，同比提升 1.6 个百分点。
- 主要业务表现可圈可点。液体乳业务于 3 季度呈现双位数下滑。持续的渠道调整提升渠道健康水平（目前经销库存存在 20 天左右，提升产品新鲜度的同时提升经销商盈利水平，从而改善终端产品价格），引领常温奶降幅环比改善，表现优于常温酸奶和常温乳饮料，同时定位高端的有机系列增长趋势较好。前三季度伊利常温奶市场份额提升近 1 个百分点。低温奶业务保持增长，其中低温牛奶实现双位数的增长和份额提升，终端价格环比 2 季度有所改善。奶粉和奶制品业务呈中个位数增长，其中公司的婴儿配方奶粉业务依靠份额的提升（前三季度份额同比增长 2 个百分点至 13.2%）实现逆势增长，前三季度实现高个位数增长，3 季度单季增速达双位数。然而因整体行业原奶供需不平衡，导致低价奶粉产品进入市场，导致成人奶粉行业竞争加剧，影响公司业务表现。
- 原奶供需情况展望。随着持续的结构优化、淘汰低效的产能供给，原奶供给放缓，供需差距有所缩窄。考虑到近期政策激励和消费情绪回升，奶制品的消费需求预计小幅回暖。人均饮奶量、渗透率以及学生奶政策的落地等均成为长期需求的驱动因素。
- 维持买入。出于消费力仍呈温和复苏态势，我们下调了收入预测。但考虑到目前渠道去库存以及原奶成本下行（年初至今已下跌中双位数），下半年及 2025 年的整体情况应较上半年有所改善。同时，随着上游供给端优化，未来龙头企业毛利率持续提升。长期看，原材料价格优势减弱有望出清部分中小企业，市场价格竞争逐渐回归理性则进一步有利于龙头企业的份额提升。目标价 33.3 元基于 18 倍 2025 年市盈率（过去 3 年平均市盈率下调 0.5 个标准差；原为 15 倍 2024-25 年平均市盈率）。维持买入。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	29.29
52周低位(人民币)	21.37
市值(百万人民币)	183,976.24
日均成交量(百万)	64.58
年初至今变化(%)	8.04
200天平均价(人民币)	25.88

资料来源: FactSet

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	123,171	126,179	119,299	127,375	135,383
同比增长(%)	11.4	2.4	-5.5	6.8	6.3
净利润(百万人民币)	9,431	10,429	12,211	11,777	12,885
每股盈利(人民币)	1.47	1.63	1.92	1.85	2.02
同比增长(%)	8.4	10.6	17.7	-3.6	9.4
前EPS预测值(人民币)			2.07	2.03	2.27
调整幅度(%)			-7.5	-9.0	-10.7
市盈率(倍)	19.6	17.7	15.1	15.6	14.3
每股账面净值(人民币)	7.86	8.37	9.55	10.03	10.74
市账率(倍)	3.68	3.45	3.03	2.88	2.69
股息率(%)	3.6	4.1	4.7	4.5	5.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

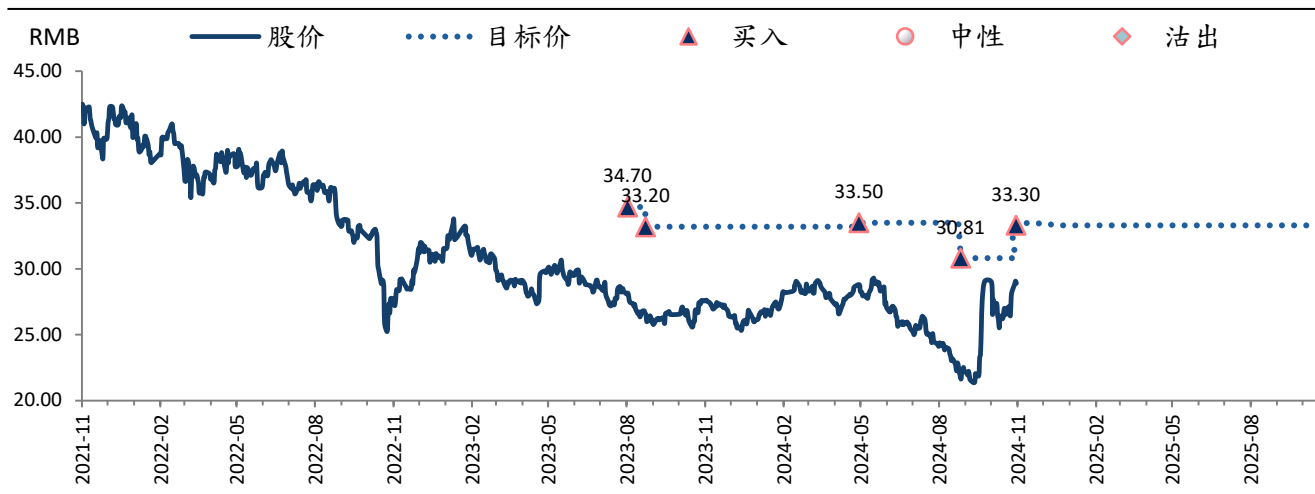
此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

2024 年 11 月 6 日

伊利股份 (600887 CH)

图表 1: 伊利股份 (600887 CH) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	29.50	43.90	48.8%	2024 年 03 月 19 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.17	15.60	90.9%	2024 年 02 月 29 日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	28.90	33.30	15.2%	2024 年 11 月 06 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	18.02	16.04	-11.0%	2024 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.68	12.30	41.7%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	5.91	4.00	-32.4%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	16.90	13.40	-20.7%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	10.30	10.40	1.0%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	58.95	116.00	96.8%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
000333 CH	美的集团	买入	71.17	89.90	26.3%	2024 年 11 月 04 日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	27.85	37.59	35.0%	2024 年 10 月 30 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	42.84	52.96	23.6%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	23.35	27.01	15.7%	2024 年 08 月 20 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	3.62	2.59	-28.3%	2024 年 08 月 27 日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	85.80	135.00	57.3%	2024 年 03 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	16.68	14.89	-10.7%	2024 年 08 月 19 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.56	1.01	79.5%	2024 年 08 月 14 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.59	3.06	18.1%	2024 年 11 月 05 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 11 月 6 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	123,171	126,179	119,299	127,375	135,383
主营业务成本	(83,119)	(84,789)	(78,585)	(83,369)	(88,096)
毛利	40,052	41,391	40,714	44,006	47,287
销售及管理费用	(28,251)	(27,726)	(28,393)	(29,806)	(32,086)
研发费用	(822)	(850)	(954)	(955)	(1,015)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	10,980	12,815	11,366	13,245	14,186
财务成本净额	255	153	1,174	1,209	1,243
其他非经营净收入/费用	(604)	(1,247)	1,184	(1,217)	(654)
税前利润	10,630	11,721	13,724	13,237	14,775
税费	(1,312)	(1,437)	(1,682)	(1,623)	(2,069)
非控股权益	113	144	169	163	178
净利润	9,431	10,429	12,211	11,777	12,885
作每股收益计算的净利润	9,431	10,429	12,211	11,777	12,885

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	33,853	43,372	49,565	55,092	62,265
有价证券	30	11	11	11	11
应收账款及票据	3,450	3,500	3,744	4,160	4,597
存货	14,836	12,512	14,063	14,914	15,754
开发中物业及土地预付款	1,834	1,480	1,594	1,784	1,984
短期应收收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	7,460	8,481	8,481	8,481	8,481
总流动资产	61,463	69,355	77,458	84,443	93,094
投资物业	612	615	615	615	615
物业、厂房及设备	33,735	35,242	39,632	40,851	42,106
其他有形资产	5,219	5,995	5,995	5,995	5,995
无形资产	4,648	4,729	4,836	4,933	5,031
合资企业/联营公司投资	4,563	4,408	4,408	4,408	4,408
长期应收收入	0	0	0	0	0
其他长期资产	20,726	31,275	31,275	31,275	31,275
总长期资产	69,502	82,265	86,761	88,077	89,431
总资产	130,965	151,620	164,219	172,520	182,524
短期贷款	26,799	39,755	42,935	46,370	50,080
应付账款	23,603	21,602	23,164	24,290	25,404
其他短期负债	11,767	15,503	15,672	15,833	16,005
总流动负债	62,170	76,860	81,771	86,493	91,489
长期贷款	9,298	11,705	12,057	12,418	12,791
长期应付账款	3,482	3,541	3,648	3,757	3,870
其他长期负债	1,872	2,193	2,193	2,193	2,193
总长期负债	14,653	17,440	17,897	18,369	18,854
总负债	76,823	94,300	99,669	104,862	110,343
股本	6,399	6,366	6,366	6,366	6,366
储备及其他资本项目	43,869	47,173	54,404	57,511	62,034
股东权益	50,269	53,539	60,770	63,877	68,400
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
非控股权益	3,874	3,781	3,781	3,781	3,781
总权益	54,143	57,320	64,551	67,658	72,181

资料来源:公司资料,交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	9,318	10,284	12,042	11,614	12,707
折旧及摊销	3,933	4,287	5,192	5,342	5,496
营运资本变动	(2,013)	(222)	(171)	(98)	(120)
利息调整	1,377	2,225	(1,174)	(1,209)	(1,243)
其他经营活动现金流	806	1,716	182	110	128
经营活动现金流	13,420	18,290	16,071	15,759	16,967
资本开支	(6,646)	(6,956)	(6,490)	(6,677)	(6,870)
投资活动	(6,225)	(9,136)	0	0	0
其他投资活动现金流	(6,643)	48	0	0	0
投资活动现金流	(19,514)	(16,044)	(6,490)	(6,677)	(6,870)
负债净变动	16,670	16,486	3,638	3,906	4,195
权益净变动	166	162	0	0	0
股息	(7,500)	(8,416)	(6,466)	(7,461)	(7,118)
其他融资活动现金流	(555)	(973)	0	0	0
融资活动现金流	8,781	7,258	(2,828)	(3,555)	(2,923)
汇率收益/损失	(577)	14	(559)	0	0
年初现金	31,742	33,853	43,372	49,565	55,092
年末现金	33,853	43,372	49,565	55,092	62,265

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.474	1.630	1.918	1.850	2.024
全面摊薄每股收益	1.474	1.630	1.918	1.850	2.024
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	1.036	1.194	1.362	1.313	1.437
每股账面值	7.856	8.366	9.546	10.034	10.745
利润率分析(%)					
毛利率	32.5	32.8	34.1	34.5	34.9
EBITDA利润率	12.1	13.6	13.9	14.6	14.5
EBIT利润率	8.9	10.2	9.5	10.4	10.5
净利率	7.7	8.3	10.2	9.2	9.5
盈利能力(%)					
ROA	8.1	7.4	7.7	7.0	7.3
ROE	19.3	20.1	21.4	18.9	19.5
ROIC	17.8	14.6	14.6	16.4	15.5
其他					
净负债权益比(%)	4.1	14.1	8.4	5.5	0.8
利息覆盖率	15.5	15.6	11.6	12.2	12.1
流动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
存货周转天数	66.1	66.1	66.1	66.1	66.1
应收账款周转天数	9.3	9.8	10.3	10.8	11.3
应付账款周转天数	71.0	71.0	71.0	71.0	71.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年11月6日

伊利股份 (600887 CH)**分析员披露**

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。