

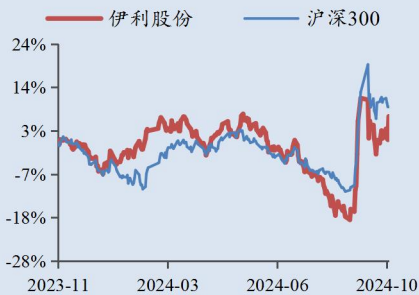
## 收入边际改善，归母净利润增速较好

### ——伊利股份（600887.SH）2024年三季度报点评报告

#### 华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

#### 最近一年走势



#### 市场数据

2024年10月31日

当前价格（元）	27.91
52周价格区间（元）	21.13-31.96
总市值（百万元）	177,674.01
流通市值（百万元）	176,795.05
总股本（万股）	636,596.23
流通股（万股）	633,446.98
近一月换手（%）	29.62

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzqgs.com

#### 相关阅读

#### 事件：

2024年10月31日，公司发布2024年三季度报告。

2024Q3公司实现营业收入290.37亿元，同比下降6.66%；归母净利润33.37亿元，同比增长8.53%；扣非后归母净利润31.84亿元，同比增长13.42%。

2024Q1-Q3，公司实现营业收入887.33亿元，同比下降8.61%；归母净利润108.68亿元，同比增长15.87%；扣非后归母净利润85.09亿元，同比下降4.55%。

#### 观点：

- **2024Q3 归母净利润增速较好，收入降幅环比收窄，边际改善。**2024Q3公司营收同比下降6.66%，环比2024Q2（营收增速-16.60%）明显收窄，呈现环比改善态势。分产品来看，液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品2024Q3营收同比增速分别为-10.31%/+6.56%/-16.65%/+22.70%，2024Q1-Q3营收增速同比分别为-12.09%/+7.07%/-19.64%/+25.35%，奶粉及奶制品实现正增长，表现较好，液体乳2024Q3降幅收窄，表明公司上半年主动进行渠道调整成效凸显，液体乳业务环比改善。
- **2024Q3 公司毛利率和净利率同比提升。**2024Q3公司毛利率/净利率分别为34.85%/11.45%，同比提升2.48pct/1.62pct，我们认为毛利率提升较多主因原奶价格持续下行，成本减少。2024Q3公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为18.96%/3.54%/-0.91%/0.74%，同比变化分别为+1.09pct/-0.38pct/-0.50pct/+0.07pct，除销售费用率提升外，其他各项费用率维持稳定。
- **2024Q4 和 2025 年公司收入有望进一步改善。**今年消费复苏较缓慢，2024年春节后，公司主动放缓出货节奏，对终端产品进行新鲜度调整，帮助经销商调整库存，截至7月底，公司液奶渠道基本调整结束，渠道新鲜度得到明显改善，终端基本是三个月以内的产品，为后续液奶业务恢复打下良好基础，2024Q4春节备货，收入有望迎来进一步改善。展望2025年，我们认为原奶供需预计实现新的平衡，公司各项业务收入有望逐渐恢复。
- **盈利预测及投资评级：**根据公司披露的2024年三季度报数据，我们预计2024/2025/2026公司营业收入分别为1212.70亿元/1262.73

亿元/1315.40 亿元，同比变化-3.57%/+4.13%/+4.17%；归母净利润分别为 117.36 亿元/116.79 亿元/126.55 亿元，同比变化 12.53%/-0.49%/8.36%；对应 2024 年 10 月 31 日收盘价，PE 分别为 15.1X/15.2X/14.0X，参考可比公司的平均估值，我们看好公司作为乳品龙头的核心竞争力和未来收入端的边际改善，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

- **风险提示：**食品安全风险；消费复苏不及预期；原奶价格持续下跌；新品推广不及预期风险；市场竞争加剧的风险；第三方数据统计偏差风险。

**表 1：盈利预测简表**

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	122,698	125,758	121,270	126,273	131,540
增长率（%）	11.40	2.49	-3.57	4.13	4.17
归母净利润（百万元）	9,431	10,429	11,736	11,679	12,655
增长率（%）	8.34	10.58	12.53	-0.49	8.36
ROE（%）	17.21	17.94	19.03	17.42	17.31
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.47	1.64	1.84	1.83	1.99
市盈率（P/E）	18.9	17.0	15.1	15.2	14.0
市净率（P/B）	3.6	3.3	3.1	2.8	2.6

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)					PE				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
832786.BJ	骑士乳业	7.80	16.31	0.46	0.57	0.52	0.57	0.69	22.8	17.4	15.1	13.5	11.3
600419.SH	天润乳业	9.12	29.20	0.62	0.45	0.21	0.38	0.56	14.9	20.6	42.6	24.2	16.2
600597.SH	光明乳业	8.42	116.07	0.26	0.70	0.36	0.40	0.44	32.2	12.0	23.2	21.1	19.0
600882.SH	妙可蓝多	16.22	83.06	0.27	0.13	0.27	0.36	0.45	61.3	130.9	59.6	44.7	36.0
605300.SH	佳禾食品	11.68	46.72	0.29	0.64	0.30	0.41	0.49	40.5	18.1	38.4	29.0	23.8
605388.SH	均瑶健康	5.61	33.69	0.18	0.13	0.10	0.13	0.16	44.0	58.5	57.9	44.0	34.2
002570.SZ	贝因美	5.69	61.45	-0.16	0.04	0.09	0.14	0.17	-34.9	129.5	62.1	43.1	33.6
002732.SZ	燕塘乳业	15.51	24.41	0.63	1.15	1.20	1.34	1.50	24.6	13.5	12.8	11.6	10.3
002946.SZ	新乳业	12.29	105.78	0.42	0.50	0.64	0.78	0.93	29.3	24.6	19.1	15.8	13.2
300898.SZ	熊猫乳品	20.80	25.79	0.43	0.88	0.91	1.00	1.10	48.3	23.7	23.0	20.8	18.9
300915.SZ	海融科技	30.92	27.83	1.04	0.99	1.51	1.92	2.52	29.8	31.1	20.5	16.1	12.3
行业平均		13.10	51.84	0.40	0.56	0.56	0.68	0.82	28.4	43.6	34.0	25.8	20.8
600887.SH	伊利股份	27.91	1,776.74	1.47	1.64	1.84	1.83	1.99	18.9	17.0	15.1	15.2	14.0

数据来源：iFinD,华龙证券研究所（截至 2024 年 10 月 31 日，伊利股份盈利预测来自华龙证券研究所，其余可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预期）

表 3：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	61,463	69,355	79,013	81,054	86,739	<b>营业收入</b>	122,698	125,758	121,270	126,273	131,540
现金	33,853	43,372	52,758	53,540	59,326	营业成本	83,119	84,789	80,349	83,041	85,792
应收票据及应收账款	3,250	3,305	2,458	3,820	2,572	税金及附加	742	733	707	736	766
其他应收款	200	195	186	210	202	销售费用	22,908	22,572	21,404	22,540	23,519
预付账款	1,834	1,480	1,715	1,612	1,854	管理费用	5,343	5,154	4,851	5,177	5,525
存货	14,836	12,512	13,404	13,380	14,292	研发费用	822	850	788	871	908
其他流动资产	7,490	8,492	8,492	8,492	8,492	财务费用	-255	-153	-160	-150	-141
<b>非流动资产</b>	69,502	82,265	78,492	77,356	76,236	资产和信用减值损失	-930	-1,686	-1,051	-1,727	-1,776
长期股权投资	4,563	4,408	4,349	4,249	4,149	其他收益	964	1,098	1,098	1,098	1,098
固定资产	35,511	36,901	33,410	32,296	31,035	公允价值变动收益	94	278	166	90	90
无形资产	4,648	4,729	5,286	5,814	6,437	投资净收益	244	-31	-31	-71	-71
其他非流动资产	24,780	36,227	35,446	34,997	34,615	资产处置收益	-5	-21	-21	-21	-21
<b>资产总计</b>	130,965	151,620	157,505	158,410	162,974	<b>营业利润</b>	10,860	11,873	13,492	13,428	14,491
<b>流动负债</b>	62,170	76,860	79,085	76,186	72,805	营业外收入	61	230	99	120	128
短期借款	26,799	39,755	39,755	39,755	39,755	营业外支出	291	382	283	330	332
应付票据及应付账款	16,807	14,840	18,341	12,686	9,620	<b>利润总额</b>	10,630	11,721	13,309	13,218	14,286
其他流动负债	18,563	22,265	20,989	23,744	23,430	所得税	1,312	1,437	1,631	1,620	1,751
<b>非流动负债</b>	14,653	17,440	17,062	15,667	17,769	<b>净利润</b>	9,318	10,284	11,677	11,597	12,535
长期借款	12,781	15,247	14,869	13,474	15,576	少数股东损益	-113	-144	-59	-81	-120
其他非流动负债	1,872	2,193	2,193	2,193	2,193	<b>归属母公司净利润</b>	9,431	10,429	11,736	11,679	12,655
<b>负债合计</b>	76,822	94,300	96,147	91,853	90,574	EBITDA	17,680	20,672	19,330	19,429	20,793
少数股东权益	3,875	3,781	3,722	3,641	3,521	EPS (元)	1.47	1.64	1.84	1.83	1.99
股本	6,399	6,366	6,366	6,366	6,366						
资本公积	14,235	13,380	13,380	13,380	13,380						
留存收益	30,787	34,615	37,738	40,840	44,192						
归属母公司股东权益	50,268	53,539	57,636	62,917	68,879						
<b>负债和股东权益</b>	130,965	151,620	157,505	158,410	162,974						

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入同比增速(%)	11.40	2.49	-3.57	4.13	4.17
营业利润同比增速(%)	6.15	9.33	13.63	-0.48	7.91
归属于母公司净利润同比增速(%)	8.34	10.58	12.53	-0.49	8.36
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.26	32.58	33.74	34.24	34.78
净利率(%)	7.59	8.18	9.63	9.18	9.53
ROE(%)	17.21	17.94	19.03	17.42	17.31
ROIC(%)	13.23	12.86	11.87	11.41	11.32
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	58.66	62.19	61.04	57.98	55.58
净负债比率(%)	13.40	26.11	10.57	7.35	3.88
流动比率	0.99	0.90	1.00	1.06	1.19
速动比率	0.60	0.61	0.70	0.76	0.85
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.05	0.89	0.78	0.80	0.82
应收账款周转率	48.62	40.74	44.68	42.71	43.70
应付账款周转率	5.62	5.70	5.00	5.50	8.00
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.47	1.64	1.84	1.83	1.99
每股经营现金流(最新摊薄)	2.10	2.87	2.45	1.63	1.79
每股净资产(最新摊薄)	7.86	8.41	9.05	9.88	10.82
<b>估值比率</b>					
P/E	18.9	17.0	15.1	15.2	14.0
P/B	3.6	3.3	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	10.68	9.50	9.72	9.58	8.85

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	13,420	18,290	15,587	10,358	11,403
净利润	9,318	10,284	11,677	11,597	12,535
折旧摊销	3,887	4,280	3,513	3,647	3,885
财务费用	-255	-153	-160	-150	-141
投资损失	-244	31	31	71	71
营运资金变动	-2,013	-222	-380	-6,465	-6,655
其他经营现金流	2,727	4,070	905	1,657	1,706
<b>投资活动现金流</b>	-19,514	-16,044	374	-2,514	-2,767
资本支出	6,646	6,956	-201	2,612	2,865
长期投资	-6,286	-9,292	60	100	100
其他投资现金流	-6,581	203	114	-2	-2
<b>筹资活动现金流</b>	8,781	7,258	-6,575	-7,062	-2,850
短期借款	14,203	12,955	0	0	0
长期借款	4,212	2,466	-378	-1,395	2,102
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	-9,600	-7,275	-6,197	-5,667	-4,952
<b>现金净增加额</b>	2,108	9,624	9,386	782	5,787

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 免责及评级说明部分

### 分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉尽责的职业态度,独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时,已按要求进行相应的信息披露,在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市,风险自担。

### 投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好,行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定,行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡,行业指数落后沪深300指数

### 免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时,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。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用,并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议,也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下,本公司仅承诺以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告以供投资者参考,但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失,本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下,本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易,也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突,勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

### 版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有,本公司对本报告保留一切权利。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。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址:北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编:100033	地址:兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编:730030 电话:0931-4635761	地址:上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编:200000	地址:深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编:518046