

主动控费提效，期待业绩改善

——2023年半年报点评

伊利股份(600887)

推荐 (维持)

核心观点:

- **事件:** 8月28日, 公司发布2023年半年度报告, 23H1实现收入662亿元(同比+4.3%, 下同), 归母净利润63.1亿元(2.8%), 扣非归母净利润58.0亿元(-1.6%); 23Q2实现收入327.6亿元(1.1%), 归母净利润26.9亿元(2.9%), 扣非归母净利润24.8亿元(-4.5%)。
- **需求弱复苏叠加原奶周期下行, 整体动销恢复节奏偏慢。** 总体看, 二季度收入端仍实现正增长, 但增速环比有所放缓, 预计主要归因于: 1) 宏观需求改善偏慢, 尤其对高端白奶、酸奶等品类冲击更为明显; 2) 新生儿人口数量下滑导致婴配粉表现疲弱; 3) 公司此前占据优势的大KA与超市渠道客流逐渐被近场渠道侵蚀; 4) 原奶价格下行背景下, 部分地方品牌加大促销力度对动销有所冲击。分产品, 23Q2液体乳收入206.8亿元(0.5%), 奶粉及奶制品收入60.8亿元(-8.9%), 冷饮产品收入53.6亿元(19.2%), 其中奶粉表现疲弱主要系新生儿人口数量下滑冲击婴配粉销量, 但成人奶粉仍保持较好增长。分区域, 23Q2华北收入87.7亿元(3%), 华南收入87.9亿元(7.8%), 华中收入55.1亿元(-1.7%), 华东收入53亿元(-8.4%), 其他收入39.3亿元(3%), 华北、华南市场表现相对稳健。分渠道, 23Q2经销收入314.4亿元(1%), 直营收入8.7亿元(15.6%); 23Q2末经销商数量为20689家, 环比23Q1末增加5.2%, 主要集中在华中与华南地区。
- **原奶价格下行与主动控费提效, 23Q2净利率同比小幅提升。** 毛利率: 23Q2为32.7%, 同比-0.1pcts, 虽然原奶价格下行减轻了部分成本压力, 反映为液奶毛利率提升, 但喷粉压力、春节错配以及成人奶粉占比提升对整体毛利率有所拖累。销售费用率: 23Q2为18%, 同比-0.5pcts, 一方面主要得益于公司液奶促销力度同比持平, 并未出现激烈价格战, 另一方面公司在弱复苏背景下主动控费提效。管理费用率: 23Q2为3.8%, 同比-0.5pcts, 主要归因于公司积极提升费用效率。归母净利率: 23Q2为8.2%, 同比+0.2pcts。
- **需求回暖叠加基数走低, 23H2业绩有望逐季改善。** 短期来看, 预计收入端有望环比改善, 主要考虑到22Q3基数相对较低, 以及中秋、国庆双节礼赠需求或有所回暖, 同时公司将通过亚运会、男篮世界杯等体育赛事拉动终端动销; 利润端, 考虑到原奶、包材成本压力同比下降, 同时公司保持相对谨慎的促销力度, 积极主动提升费用效率, 利润端亦有望保持弹性。长期来看, 考虑到2024年新生儿人口数量有望见上行拐点, 奶粉业务有望实现较好增长, 同时公司积极布局鲜奶进场渠道、推出奶酪零食等新品, 有望贡献新的增长点。
- **投资建议:** 预计2023~2025年归母净利润为106.1/121.2/140.7亿元, 同比+12.5%/14.2%/16.2%, EPS为1.67/1.90/2.21元, 对应PE为16/14/12X, 考虑到公司作为乳业头部企业长期竞争力突出, 同时PE(TTM)处于近10年历史底部位置, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 需求恢复不及预期, 费用投放力度超预期, 原奶价格下跌幅度超预期。

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

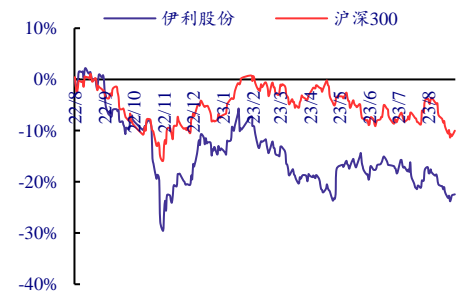
分析师登记编号: S0130522070002

市场数据

2023-08-29

A股收盘价(元)	26.62
股票代码	600887
A股一年内最高价/最低价(元)	35.47/23.66
上证指数	3135.89
总股本/实际流通A股(亿股)	63.66/62.76
流通A股市值(亿元)	1671

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食品饮料】伊利股份2022年三季报点评: 控费与费用扰动, 短期业绩承压

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	123171.04	128710.39	140832.50	154657.29
增长率	11.37%	4.50%	9.42%	9.82%
归母净利润(百万元)	9431.06	10605.58	12115.69	14072.81
增长率	8.34%	12.45%	14.24%	16.15%
摊薄 EPS(元)	1.48	1.67	1.90	2.21
PE	20.93	15.98	13.99	12.04

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：公司财务预测表(百万元)

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	123171.04	128710.39	140832.50	154657.29	流动资产	61463.31	57670.40	64572.84	72080.85
营业成本	83118.55	86879.51	94639.44	103620.39	现金	33853.33	33725.61	38204.91	42775.79
营业税金及附加	741.78	757.81	840.78	921.77	应收账款	3088.35	2551.46	2939.17	3390.44
营业费用	22908.21	22910.45	24927.35	27219.68	其它应收款	200.02	169.70	191.63	221.83
管理费用	5342.85	5405.84	5914.96	6340.95	预付账款	1833.62	1768.53	1965.48	2182.40
财务费用	-254.60	991.42	991.32	906.08	存货	14836.16	11787.87	13592.32	15812.36
资产减值损失	-792.47	-84.07	-80.36	-64.09	其他	7651.83	7667.23	7679.33	7698.03
公允价值变动收益	94.15	0.00	0.00	0.00	非流动资产	69501.99	83426.87	91898.85	101725.92
投资净收益	243.96	529.54	481.96	490.63	长期投资	4562.83	4562.83	4562.83	4562.83
营业利润	10859.97	12410.39	14122.61	16286.47	固定资产	33735.14	44980.19	52192.44	59797.03
营业外收入	60.88	50.00	50.00	50.00	无形资产	4648.01	6197.34	7751.20	9798.55
营业外支出	290.67	300.00	300.00	300.00	其他	26556.01	27686.51	27392.38	27567.51
利润总额	10630.19	12160.39	13872.61	16036.47	资产总计	130965.30	141097.28	156471.69	173806.77
所得税	1311.98	1576.26	1801.32	2046.74	流动负债	62169.53	61877.38	65350.50	68875.86
净利润	9318.21	10584.13	12071.29	13989.73	短期借款	26799.48	26832.39	26682.61	26489.67
少数股东损益	-112.86	-21.46	-44.40	-83.09	应付账款	15925.80	15609.69	17351.33	19156.49
归母净利润	9431.06	10605.58	12115.69	14072.81	其他	19444.24	19435.30	21316.55	23229.70
EBITDA	14305.67	18861.34	18301.39	20800.99	非流动负债	14652.67	14652.67	14652.67	14652.67
EPS (元)	1.48	1.67	1.90	2.21	长期借款	9298.21	9298.21	9298.21	9298.21
					其他	5354.46	5354.46	5354.46	5354.46
					负债合计	76822.20	76530.05	80003.17	83528.53
					少数股东权益	3875.22	3853.76	3809.36	3726.28
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	归母股东权益	50267.88	60713.47	72659.16	86551.97
经营活动现金流	13420.32	22167.01	19347.36	21374.90	负债和权益	130965.30	141097.28	156471.69	173806.77
净利润	9318.21	10584.13	12071.29	13989.73					
折旧摊销	4067.57	6839.58	4627.74	5190.87	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
财务费用	1376.85	1583.86	1581.52	1574.67	营业收入	11.37%	4.50%	9.42%	9.82%
投资损失	-243.96	-529.54	-481.96	-490.63	营业利润	6.15%	14.28%	13.80%	15.32%
营运资金变动	-1812.69	3340.13	1199.76	781.16	归母净利润	8.34%	12.45%	14.24%	16.15%
其它	714.34	348.85	349.01	329.11	毛利率	32.52%	32.50%	32.80%	33.00%
投资活动现金流	-19513.71	-20583.77	-12966.77	-14856.42	净利率	7.66%	8.24%	8.60%	9.10%
资本支出	-5949.68	-21113.31	-13448.73	-15347.05	ROE	18.76%	17.47%	16.67%	16.26%
长期投资	-13429.47	0.00	0.00	0.00	ROIC	9.44%	9.92%	10.15%	10.41%
其他	-134.56	529.54	481.96	490.63	资产负债率	58.66%	54.24%	51.13%	48.06%
筹资活动现金流	8781.25	-1710.95	-1901.29	-1947.61	每股收益	1.48	1.67	1.90	2.21
短期借款	14203.11	32.90	-149.77	-192.94	每股经营现金	2.11	3.48	3.04	3.36
长期借款	3918.03	0.00	0.00	0.00	每股净资产	7.90	9.54	11.41	13.60
其他	-9339.90	-1743.86	-1751.52	-1754.67	P/E	20.93	15.98	13.99	12.04
现金净增加额	2107.93	-127.72	4479.30	4570.88	P/B	3.93	2.79	2.33	1.96
					EV/EBITDA	14.36	9.41	9.45	8.08
					PS	1.38	1.32	1.21	1.10

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

刘光意：经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn