

2024年08月30日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

26

伊利股份(600887.SH)

TRADING BUY

需求不振叠加渠道调整, H1 经营承压

结论与建议:

业绩概要:

公司公告 2024H1 实现营收 599.2 亿, 同比下降 9.5%, 录得净利润 75.3 亿, 同比增 19.4%, 扣非后净利润 53.2 亿, 同比下降 8.2%, 扣非前后利润差异主要由于 Q1 公司转让昌吉盛新实现获得投资收益; 据此计算, 2Q 实现营收 273.4 亿, 同比下降 16.5%, 录得净利润 16 亿, 同比下降 40.2%, 录得扣非后净利润 16 亿, 同比下降 35.6%。Q2 业绩不及预期。

点评:

- 受宏观消费承压影响, H1 乳品消费低迷。公司层面, H1 液体乳实现收入 368 亿, 同比下降 13% (Q2 同比下降 19.6%), 零售份额居行业首位; 动销逆势增长驱动奶粉及奶制品业务实现收入 145 亿, 同比增 7.3% (Q2 同比增 16.5%), 市场份额看, 婴配粉市场份额同比提升 1.7pcts 至 16.9%, 成人奶粉市场份额稳居第一, 同比提升 0.5pct, 此外, 奶酪业务线下零售市场份额同比提升 1.2pcts; 冷饮业务实现收入 73.2 亿, 同比下降 20% (Q2 同比下降 44.3%), 受需求低迷和多雨水天气影响; 其他产品 (水饮等) 实现收入 4 亿, 同比增 26.6% (Q2 同比增 13.9%)。
- 原奶价格低位利好利润端。毛利率看, H1 毛利率同比提升 1.65pcts 至 35.02% (主营业务毛利率同比提升 1.58pcts 至 34.9%), 其中, 液体乳毛利率同比提升 1.27pcts, 奶粉及奶制品业务毛利率同比提升 2.78pcts, 规模效应逐渐显现, 冷饮业务毛利率同比下降 1.97pcts; Q2 毛利率同比提升 1.1pcts 至 33.8%。
- 渠道调整叠加奥运支出影响 H1 费率, 下半年费用投放有望收窄。上半年期间费用率同比上升 1.4pcts 至 23.3%, 其中, 销售费用率同比上升 1.8pcts, 主要由于渠道调整导致营销费用增加, 同时控制出货造成一定效率损失, 此外, 奥运相关营销投入也有所增加; Q2 销售费用率同比上升 2.52pcts 至 20.56%, 导致期间费用率同比上升 2.08pcts。
- H2 有望轻装上阵。上半年公司加大促销以消化库存, 当前经销商进货意愿已有所改善。下半年, 我们预计液奶需求维持弱复苏, 但由于产品新鲜度提升, 价盘有望企稳回升, 奶粉业务受益市场份额上升, 维持较强劲增长可期, 产品结构有望继续优化。此外, 由于原奶价格低位, 公司生产成本压力温和, 且奥运后营销投入收窄, H2 业绩预计将有所改善。
- 下调盈利预测, 预计 2024-2026 年将分别实现净利润 116.6 亿、135.3 亿和 147.8 亿 (原预测为 130.2 亿、141.1 亿和 152.6 亿), 分别同比增 11.8%、16% 和 9.2%, EPS 分别为 1.83 元、2.13 元和 2.32 元, 当前股价对应 PE 分别为 12 倍、11 倍和 10 倍。公司 2023 年股息率达 5.3%, 股息回报较好, 但考虑到当前需求承压, 暂下调至“区间操作”评级。
- 风险提示: 终端动销不及预期, 成本增长超预期, 费用投入超预期

-----续下页-----

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2024/8/29)	22.87
上证指数(2024/8/29)	2823.11
股价 12 个月高/低	28.22/22.04
总发行股数(百万)	6365.96
A 股数(百万)	6305.09
A 市值(亿元)	1441.98
主要股东	香港中央结算有限公司 (10.67%)
每股净值(元)	8.32
股价/账面净值	2.75
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-6.7 -14.4 -10.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-04-30	28.29	买进
2023-10-31	26.67	买进
2023-08-29	26.82	买进
2023-04-28	27.80	买进

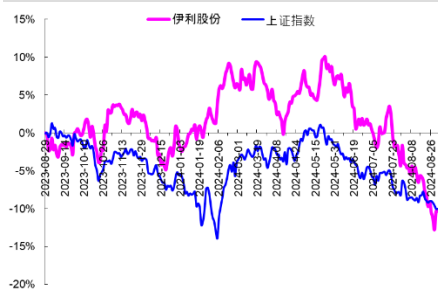
产品组合

液体乳	61.79%
奶粉及奶制品	24.30%
冷饮产品系列	12.27%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	17.9%
一般法人	26.0%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	8705	9431	10429	11662	13532	14775
同比增减	%	22.98	8.34	10.58	11.82	16.04	9.18
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.43	1.48	1.64	1.83	2.13	2.32
同比增减	%	22.89	3.50	10.81	11.70	16.04	9.18
市盈率(P/E)	X	16	15	14	12	11	10
股利 (DPS)	RMB 元	0.96	1.04	1.20	1.32	1.53	1.67
股息率 (Yield)	%	4.20	4.55	5.25	5.77	6.69	7.31

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	110595	123171	126179	114783	128993	139723
经营成本	76417	83119	84789	75848	85047	91889
营业税金及附加	664	742	733	695	781	846
销售费用	19315	22908	22572	21922	23358	25230
管理费用	4227	5343	5154	4632	5108	5602
财务费用	-29	-255	-153	-580	-652	-706
资产减值损失	-427	-792	-1526	-1108	-465	-541
投资收益	461	244	-31	2772	862	962
营业利润	10230	10860	11873	13642	15754	17194
营业外收入	58	61	230	122	118	132
营业外支出	176	291	382	287	248	259
利润总额	10112	10630	11721	13477	15624	17068
所得税	1380	1312	1437	1891	2215	2418
少数股东损益	27	-113	-144	-76	-123	-125
归属于母公司所有者的净利润	8705	9431	10429	11662	13532	14775

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	31742	33853	43372	46241	50111	55001
应收账款	1959	3088	3085	3393	3732	4106
存货	8917	14836	12512	13513	14594	15761
流动资产合计	50155	61463	69355	75459	82854	91553
长期股权投资	4210	4563	4408	4629	4860	5103
固定资产	29379	33735	35242	38238	41679	45639
在建工程	3736	3443	4337	4120	3996	3956
非流动资产合计	51807	69502	82265	85391	88380	90147
资产总计	101962	130965	151620	160850	171233	181700
流动负债合计	43296	62170	76860	81914	87921	94024
非流动负债合计	9875	14653	17440	18312	18861	19050
负债合计	53171	76822	94300	100226	106783	113074
少数股东权益	1083	3875	3781	3819	3857	3896
股东权益合计	47708	50268	53539	56805	60594	64731
负债及股东权益合计	101962	130965	151620	160850	171233	181700

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	15528	13420	18290	13200	15479	17465
投资活动产生的现金流量净额	-7797	-19514	-16044	-6887	-6450	-5589
筹资活动产生的现金流量净额	11945	8781	7258	-3443	-5160	-6986
现金及现金等价物净增加额	19647	2108	9624	2870	3870	4890

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。