

➤ **事件:** 公司 24H1 实现收入 599.15 亿元，同比-9.49%；实现归母净利润 75.31 亿元，同比+19.44%；实现扣非归母净利润 53.24 亿元，同比-12.81%，单 Q2 看，公司实现收入 273.38 亿元，同比-16.54%；实现归母净利润 16.08 亿元，同比-40.21%；实现扣非归母净利润 15.97 亿元，同比-35.61%。

➤ **积极新品创新，海外业务运营能力持续提升。**分产品看，24H1 液态奶/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品分别实现收入 368.87/145.09/73.22/4.06 亿元，分别同比-13.0%/+7.3%/-20.0%/+26.6%。乳制品持续创新，新品收入占比达 15.2%。**液体乳方面**，公司通过有机业务引领产品品质升级，推动“金典”品牌市场份额持续提升。“安慕希”零售额连续多年保持常温酸奶第一位。公司深耕渠道下沉，同时积极拓展综合电商、O2O、社区团购等新兴渠道业务。**奶粉及奶制品方面**，新的配方奶粉逐步贡献增量，婴配粉实现逆势上涨，公司整体婴幼儿奶粉零售额市场份额达到 16.9%，同比提升 1.7pcts。成人粉继续稳居市场第一，市占率达到 24.3%，同比 0.5pcts；奶酪业务公司线下零售额市场份额约 18.8%，同比+1.2pcts，其中传统渠道零售额市场份额较同期提升 5.5pcts 达到 25.7%。**冷饮方面**，冷饮行业规模受天气和去年基数较高的影响出现下滑，但公司冷饮业务线上、线下营收均为行业第一，且市场份额同步提升。我们预计未来公司在淡季可能通过跨品类的合作，不同区域差异化的营销方式探索适合淡季的销售模式，实现传统冷饮业务在淡季的营收突破。**分区域看:** 24H1 华北/华南/华中/华东/其他收入同比-6.05%/-11.93%/-11.11%/-13.77%/-5.05%。24H1，公司海外业务收入同比增长 4%，其中东南亚业务剔除汇率因素的有机增长率为 7%。**分渠道看:** 24H1 公司经销/直营同比-9.58%/-11.30%。

➤ **毛利率受成本下行提升明显，减值损失致净利率有所下滑。** 24H1 公司实现毛利率 35.02%，同比+1.65pcts，其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品毛利率分别变动+1.27/2.78/-1.97pcts。公司 24Q2 实现毛利率 33.84%，同比提升 1.11pcts，24Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率 20.56%/3.26%/0.72%/-0.25%，分别同比 +2.51/-0.57/+0.12/+0.01pct，24Q2 公司资产减值损失同比增加 1.22 亿元，信用减值损失增加 4.26 亿元，主要系计提保理风险准备和小额贷款损失准备增加。综上，24Q2 实现归母净利率 5.88%，同比下降 2.33pcts。

➤ **投资建议:** 公司此前公告以 10-20 亿元的自有资金进行股票回购，全部予以注销并减少公司注册资本，公司有能力和意愿持续维持较高的股东回报。我们预计 2024-26 年归母净利润分别为 120.03/118.36/127.74 亿元，同比 +15.1%/-1.4%/ +7.9%，当前股价对应 PE 分别 12/12/11 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 原奶价格波动风险，食品安全风险，市场竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	126,179	117,976	122,257	126,472
增长率 (%)	2.4	-6.5	3.6	3.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	10,429	12,003	11,836	12,774
增长率 (%)	10.6	15.1	-1.4	7.9
每股收益 (元)	1.64	1.89	1.86	2.01
PE	14	12	12	11
PB	2.7	2.5	2.4	2.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
22.87 元


分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书: S0100522090002

邮箱: zhanglingyu@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

- 伊利股份 (600887.SH) 2023 年三季度报点评: 双节拉升液奶结构, 盈利改善成效显著-2023/10/31
- 伊利股份 (600887.SH) 2023 年半年报点评: 需求弱复苏, 控费提效稳健经营-2023/09/06
- 伊利股份 (600887.SH) 2022 年年报及 2023 一季报点评: 基本盘稳定, 盈利能力向上可期-2023/05/05
- 伊利股份 (600887.SH) 2022 三季度报点评: 奶粉冷饮持续高增 利润端短期承压-2022/10/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	126,179	117,976	122,257	126,472
营业成本	84,789	74,877	77,862	81,475
营业税金及附加	733	705	731	756
销售费用	22,572	23,505	23,144	22,686
管理费用	5,154	4,936	4,872	5,041
研发费用	850	764	731	693
EBIT	11,798	13,546	15,778	16,725
财务费用	-153	1,630	1,620	1,581
资产减值损失	-1,526	-1,105	-919	-842
投资收益	-31	2,821	244	252
营业利润	11,873	13,665	13,464	14,535
营业外收支	-152	-83	-119	-128
利润总额	11,721	13,582	13,345	14,407
所得税	1,437	1,671	1,641	1,772
净利润	10,284	11,911	11,704	12,635
归属于母公司净利润	10,429	12,003	11,836	12,774
EBITDA	16,229	18,122	20,441	21,485

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	43,372	58,846	62,103	66,576
应收账款及票据	3,305	2,738	2,783	2,879
预付款项	1,480	1,483	1,542	1,613
存货	12,512	9,946	10,572	11,183
其他流动资产	8,687	7,389	7,395	7,401
流动资产合计	69,355	80,400	84,394	89,652
长期股权投资	4,408	4,408	4,408	4,408
固定资产	35,242	36,688	37,652	38,294
无形资产	4,729	4,729	4,729	4,729
非流动资产合计	82,265	81,859	81,891	81,875
资产合计	151,620	162,259	166,285	171,527
短期借款	39,755	49,948	49,948	49,948
应付账款及票据	14,840	14,008	14,566	15,242
其他流动负债	22,265	19,613	20,170	20,771
流动负债合计	76,860	83,569	84,684	85,961
长期借款	11,705	11,346	11,346	11,346
其他长期负债	5,735	5,635	5,635	5,635
非流动负债合计	17,440	16,980	16,980	16,980
负债合计	94,300	100,550	101,664	102,941
股本	6,366	6,366	6,366	6,366
少数股东权益	3,781	3,690	3,558	3,419
股东权益合计	57,320	61,710	64,621	68,586
负债和股东权益合计	151,620	162,259	166,285	171,527

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.44	-6.50	3.63	3.45
EBIT 增长率	12.65	14.82	16.47	6.00
净利润增长率	10.58	15.09	-1.39	7.93
盈利能力 (%)				
毛利率	32.58	36.29	36.08	35.35
净利润率	8.29	10.21	9.72	10.14
总资产收益率 ROA	6.88	7.40	7.12	7.45
净资产收益率 ROE	19.48	20.69	19.38	19.60
偿债能力				
流动比率	0.90	0.96	1.00	1.04
速动比率	0.61	0.74	0.77	0.81
现金比率	0.56	0.70	0.73	0.77
资产负债率 (%)	62.19	61.97	61.14	60.01
经营效率				
应收账款周转天数	8.84	8.65	7.64	7.56
存货周转天数	58.06	53.99	47.43	48.06
总资产周转率	0.89	0.75	0.74	0.75
每股指标 (元)				
每股收益	1.64	1.89	1.86	2.01
每股净资产	8.41	9.11	9.59	10.24
每股经营现金流	2.87	2.65	2.98	3.16
每股股利	1.20	1.38	1.36	1.47
估值分析				
PE	14	12	12	11
PB	2.7	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	9.73	8.71	7.73	7.35
股息收益率 (%)	5.25	6.04	5.96	6.43

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	10,284	11,911	11,704	12,635
折旧和摊销	4,431	4,576	4,664	4,760
营运资金变动	-90	-687	-678	-491
经营活动现金流	18,290	16,866	18,965	20,108
资本开支	-6,893	-4,458	-4,681	-4,739
投资	-9,331	138	0	0
投资活动现金流	-16,044	-1,220	-4,438	-4,487
股权募资	162	0	0	0
债务募资	16,486	10,208	0	0
筹资活动现金流	7,258	-172	-11,270	-11,148
现金净流量	9,624	15,474	3,257	4,473

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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、咨询服务等相关服务，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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026