

## 伊利股份(600887.SH)

## 液奶短期承压，具备经营韧性

## 推荐 (维持)

股价:22.87元

## 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.yili.com
大股东/持股	香港中央结算有限公司/10.67%
实际控制人	
总股本(百万股)	6,366
流通A股(百万股)	6,305
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	1,456
流通A股市值(亿元)	1,442
每股净资产(元)	8.32
资产负债率(%)	62.1

## 行情走势图



## 证券分析师

张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn
王星云	投资咨询资格编号 S1060523100001 wangxingyun937@pingan.com.cn



## 事项:

公司发布2024年半年报，24H1实现营业收入596.96亿元，同比下降9.53%；归母净利润75.31亿元，同比增长19.44%；扣非归母净利润53.24亿元，同比下降12.81%。公司24Q2实现营业收入272.33亿元，同比下降16.60%；归母净利润16.08亿元，同比下降40.21%；扣非归母净利润15.97亿元，同比下降35.61%。

## 平安观点:

- 24H1毛利率及净利率均有所提升。**公司24H1实现毛利率34.78%，同比上升1.63pct；实现净利率12.69%，同比上升3.12pct，上半年毛利率及净利率均有所改善。公司24Q2单季度实现毛利率33.58%，同比上升1.06pct；净利率5.94%，同比下降2.32pct。
- 液体乳及冷饮承压，奶粉及奶制品业务增长。**分产品来看，公司2024年上半年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品分别实现营收368.87亿元/145.09亿元/73.22亿元/4.06亿元，同比下降13.05%/增长7.31%/下降20.04%/增长26.59%。虽液体乳板块承压，但以婴幼儿营养品、成人营养品和餐饮B2B业务为代表的高附加值品类与业务增长良好，多元化的品类与业务组合在复杂的经济环境下显示出了良好韧性。奶粉业务方面，根据尼尔森与星图数据，“伊利”品牌婴幼儿奶粉零售额市场份额为16.9%，同比增长1.7pct，销售额实现逆势增长；成人奶粉业务零售额市场份额为24.3%，同比增长0.5pct；面向终端消费的奶酪业务，线下零售额市场份额约18.8%，同比增长1.2pct。此外，公司新品收入占比达15.2%，为业务发展提供持续的内生动力。
- 强化立体化渠道构建，积极开拓海外市场。**分渠道看，公司2024年上半年直营渠道实现营收16.71亿元，同比下降11.30%；经销渠道实现营收574.54亿元，同比下降9.58%。分地区看，营收占比较高的华北/华南/华中地区分别实现营收167.98亿元/147.06亿元/109.98亿元，分别同比下

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	122,698	125,758	120,439	123,835	127,488
YOY(%)	11.4	2.5	-4.2	2.8	2.9
净利润(百万元)	9,431	10,429	11,472	10,511	11,352
YOY(%)	8.3	10.6	10.0	-8.4	8.0
毛利率(%)	32.3	32.6	34.0	32.1	32.2
净利率(%)	7.7	8.3	9.5	8.5	8.9
ROE(%)	18.8	19.5	20.2	17.6	18.0
EPS(摊薄/元)	1.48	1.64	1.80	1.65	1.78
P/E(倍)	15.3	13.8	12.6	13.7	12.7
P/B(倍)	2.9	2.7	2.5	2.4	2.3

降6.05%/11.93%/11.11%。24H1公司继续积极开发海外市场、深化海外市场本土化布局，海外业务收入较上年同期增长4%，其中东南亚业务剔除汇率因素的有机增长率为7%。

- **财务预测与估值：**考虑当前国内消费增速总体放缓，消费者信心指数于低位徘徊，乳品消费需求端承压，根据公司24年中报，我们下调对公司的盈利预测，预计公司2024-2026年的归母净利润分别为114.72亿元（前值为137.29亿元）、105.11亿元（前值为120.79亿元）、113.52亿元（前值为128.60亿元），EPS分别为1.80元、1.65元、1.78元。对应8月30日收盘价的PE分别为12.6、13.7、12.7倍。公司收入端有望随消费复苏的节奏逐季改善，成本端奶价回落为利润率的改善带来空间，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济疲软的风险：经济增速放缓，消费复苏不达预期，导致需求增速放缓；2) 重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对品牌信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间；3) 原料价格上涨风险：产品主要原料原奶成本占比较高，价格大幅上涨或导致业绩不及预期。

## 资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	69,355	71,847	74,217	76,385
现金	43,372	48,175	49,534	50,995
应收票据及应收账款	3,305	2,887	2,968	3,056
其他应收款	195	174	178	184
预付账款	1,480	1,626	1,672	1,722
存货	12,512	11,731	12,409	12,757
其他流动资产	8,492	7,253	7,455	7,672
<b>非流动资产</b>	82,265	75,445	68,512	61,540
长期投资	4,408	4,508	4,608	4,708
固定资产	37,422	32,169	26,802	21,322
无形资产	4,729	3,941	3,153	2,365
其他非流动资产	35,706	34,827	33,949	33,144
<b>资产总计</b>	151,620	147,292	142,729	137,924
<b>流动负债</b>	76,860	73,890	70,978	67,597
短期借款	39,755	40,131	35,574	31,189
应付票据及应付账款	14,840	14,871	15,730	16,170
其他流动负债	22,265	18,888	19,673	20,238
<b>非流动负债</b>	17,440	12,882	8,300	3,710
长期借款	15,484	10,926	6,344	1,754
其他非流动负债	1,956	1,956	1,956	1,956
<b>负债合计</b>	94,300	86,772	79,278	71,307
少数股东权益	3,781	3,694	3,614	3,527
股本	6,366	6,366	6,366	6,366
资本公积	13,380	13,380	13,380	13,380
留存收益	33,793	37,080	40,092	43,344
<b>归属母公司股东权益</b>	53,539	56,826	59,838	63,091
<b>负债和股东权益</b>	151,620	147,292	142,729	137,924

## 现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	18,139	19,496	19,999	20,117
净利润	10,284	11,384	10,431	11,266
折旧摊销	4,280	6,920	7,033	7,072
财务费用	-153	2,218	1,894	1,473
投资损失	31	-180	-180	-180
营运资金变动	-222	-1,033	632	299
其他经营现金流	3,919	188	188	188
<b>投资活动现金流</b>	-16,044	-108	-108	-108
资本支出	6,548	0	0	-0
长期投资	-9,331	0	0	0
其他投资现金流	-13,261	-108	-108	-108
<b>筹资活动现金流</b>	7,258	-14,584	-18,532	-18,548
短期借款	12,955	376	-4,556	-4,386
长期借款	2,380	-4,558	-4,582	-4,590
其他筹资现金流	-8,077	-10,402	-9,394	-9,572
<b>现金净增加额</b>	9,472	4,804	1,359	1,461

## 利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	125,758	120,439	123,835	127,488
营业成本	84,789	79,489	84,084	86,437
税金及附加	733	718	739	761
营业费用	22,572	20,475	20,557	21,112
管理费用	5,154	4,577	4,706	4,845
研发费用	850	662	619	637
财务费用	-153	2,218	1,894	1,473
资产减值损失	-1,526	-902	-928	-955
信用减值损失	-160	-136	-140	-144
其他收益	1,098	957	957	957
公允价值变动收益	278	0	0	0
投资净收益	-31	180	180	180
资产处置收益	-21	-17	-17	-17
<b>营业利润</b>	11,873	12,830	11,738	12,694
营业外收入	230	500	500	500
营业外支出	382	282	282	282
<b>利润总额</b>	11,721	13,048	11,956	12,912
所得税	1,437	1,664	1,524	1,646
<b>净利润</b>	10,284	11,384	10,431	11,266
少数股东损益	-144	-87	-80	-86
<b>归属母公司净利润</b>	10,429	11,472	10,511	11,352
EBITDA	15,848	22,185	20,883	21,457
EPS (元)	1.64	1.80	1.65	1.78

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	2.5	-4.2	2.8	2.9
营业利润(%)	9.3	8.1	-8.5	8.1
归属于母公司净利润(%)	10.6	10.0	-8.4	8.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	32.6	34.0	32.1	32.2
净利率(%)	8.3	9.5	8.5	8.9
ROE(%)	19.5	20.2	17.6	18.0
ROIC(%)	11.2	12.1	11.1	12.2
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	62.2	58.9	55.5	51.7
净负债比率(%)	20.7	4.8	-12.0	-27.1
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	40.8	44.5	44.5	44.5
应付账款周转率	6.1	5.6	5.6	5.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.64	1.80	1.65	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	2.85	3.06	3.14	3.16
每股净资产(最新摊薄)	8.41	8.93	9.40	9.91
<b>估值比率</b>				
P/E	13.8	12.6	13.7	12.7
P/B	2.7	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	14.2	8.8	8.9	8.2

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所



## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐 ( 预计6个月内, 股价表现强于市场表现20%以上 )

推荐 ( 预计6个月内, 股价表现强于市场表现10%至20%之间 )

中性 ( 预计6个月内, 股价表现相对市场表现在±10%之间 )

回避 ( 预计6个月内, 股价表现弱于市场表现10%以上 )

### 行业投资评级:

强于大市 ( 预计6个月内, 行业指数表现强于市场表现5%以上 )

中性 ( 预计6个月内, 行业指数表现相对市场表现在±5%之间 )

弱于大市 ( 预计6个月内, 行业指数表现弱于市场表现5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 ( 一人或多人 ) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 ( 以下简称“平安证券” ) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话:4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

#### 上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层