

伊利股份 (600887.SH) 短期调整下业绩承压，期待下半年环比改善

2024年08月31日

——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
张宇光（分析师）
张思敏（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790123070080

日期	2024/8/30
当前股价(元)	22.63
一年最高最低(元)	29.45/21.48
总市值(亿元)	1,440.62
流通市值(亿元)	1,426.84
总股本(亿股)	63.66
流通股本(亿股)	63.05
近3个月换手率(%)	42.68

● 2024Q2 渠道调整下业绩显著承压，长期盈利能力可稳步提升

伊利股份 2024H1 总营收 599.15 亿元，同比降 9.5%；归母净利润 75.31 亿元，同比增 19.4%。单 Q2 总营收 273.38 亿元，同比降 16.5%；归母净利润 16.08 亿元，同比降 40.2%，Q2 业绩显著承压。我们略下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 116.8、115.6、126.0（前值 130.1、123.6、137.6）亿元，EPS 为 1.83、1.82、1.98 元，当前股价对应 PE 为 12.3、12.5、11.4 倍。公司布局多元品类、完善渠道矩阵、夯实品牌力，长期盈利能力可稳步提升，维持“买入”评级。

● 液奶终端需求较弱，下半年轻装上阵有望环比改善

2024Q2 公司液奶/奶粉/冷饮业务同比分别-19.6%/+16.5%/-44.3%。（1）液奶：受终端需求较弱及渠道调整的影响下降较多，其中预计高端白奶产品表现较好，公司通过有机业务推动金典品牌市场份额持续提升；（2）奶粉：二季度奶粉业务实现双位数增长，表现亮眼，其中婴幼儿奶粉零售额市场份额达 16.9%，成人奶粉市场份额达 24.3%，继续稳居市场第一；（3）冷饮：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。目前渠道调整已基本完成，未来公司轻装上阵，把握中秋国庆双节、春节备货机会，叠加奥运营销成效显著，下半年环比有望改善。

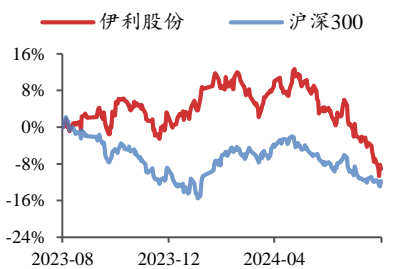
● Q2 净利率下降，全年销售费用率预计平稳

2024Q2 毛利率同比提升 1.1pct 至 33.8%，净利率同比降 2.3pct 至 5.9%，主要来源于两个方面：一是销售费用率同比提升 2.5pct 至 20.6%，二是非经常性损益同比减少 2 亿元左右，影响净利率约 0.6pct（其中影响最大的为信用减值损失）。展望全年，预计毛利率仍可改善：（1）原奶成本稳中略降，预计行业竞争仍较为理性；（2）产品及业务结构持续优化。上半年销售费率提升，但广告等费用投放基本平稳，下半年来看渠道调整基本完成，相应买赠促销费用将有一定收缩，全年看销售费用率预计平稳略增。

● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。
财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	122,698	125,758	124,478	128,508	133,007
YOY(%)	11.4	2.5	-1.0	3.2	3.5
归母净利润(百万元)	9,431	10,429	11,679	11,557	12,595
YOY(%)	8.3	10.6	12.0	-1.0	9.0
毛利率(%)	32.3	32.6	34.0	34.1	34.2
净利率(%)	7.7	8.3	9.4	9.0	9.5
ROE(%)	17.2	17.9	18.8	17.5	17.8
EPS(摊薄/元)	1.48	1.64	1.83	1.82	1.98
P/E(倍)	15.3	13.8	12.3	12.5	11.4
P/B(倍)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《营收承压，净利率提升—公司信息更新报告》-2024.5.3

《液态奶逐季改善，利润率持续提升—公司信息更新报告》-2023.11.16

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	61463	69355	67405	67934	71393
现金	33853	43372	42930	44320	45872
应收票据及应收账款	3250	3305	0	0	0
其他应收款	200	195	196	207	210
预付账款	1834	1480	1800	1586	1918
存货	14836	12512	13987	13328	14900
其他流动资产	7490	8492	8492	8492	8492
非流动资产	69502	82265	82034	80582	79085
长期投资	4563	4408	6834	6759	6660
固定资产	35511	36901	34271	32874	31370
无形资产	4648	4729	5286	5814	6437
其他非流动资产	24780	36227	35643	35134	34619
资产总计	130965	151620	149440	148516	150478
流动负债	62170	76860	74309	72945	73458
短期借款	26799	39755	53862	49892	52726
应付票据及应付账款	16807	14840	0	0	0
其他流动负债	18563	22265	20447	23053	20733
非流动负债	14653	17440	13932	10615	7282
长期借款	12781	15247	11739	8422	5089
其他非流动负债	1872	2193	2193	2193	2193
负债合计	76822	94300	88241	83560	80741
少数股东权益	3875	3781	3619	3460	3285
股本	6399	6366	6366	6366	6366
资本公积	14235	13380	13380	13380	13380
留存收益	30787	34615	37609	40515	43621
归属母公司股东权益	50268	53539	57579	61497	66452
负债和股东权益	130965	151620	149440	148516	150478

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	13420	18290	-2506	19154	12235
净利润	9318	10284	11518	11397	12421
折旧摊销	3887	4280	3545	3696	3915
财务费用	-255	-153	937	848	357
投资损失	-244	31	-2609	-109	-84
营运资金变动	-2013	-222	-17008	3339	-4360
其他经营现金流	2727	4070	1111	-17	-13
投资活动现金流	-19514	-16044	-573	-1990	-2188
资本支出	6646	6956	889	2319	2518
长期投资	-6286	-9292	-2426	74	99
其他投资现金流	-6581	203	2742	254	230
筹资活动现金流	8781	7258	-11470	-11804	-11329
短期借款	14203	12955	14107	-3970	2834
长期借款	4212	2466	-3508	-3317	-3333
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	-9600	-7275	-22069	-4517	-10830
现金净增加额	2108	9624	-14549	5360	-1282

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	122698	125758	124478	128508	133007
营业成本	83119	84789	82156	84687	87519
营业税金及附加	742	733	733	764	788
营业费用	22908	22572	22904	23067	23808
管理费用	5343	5154	4979	5012	5054
研发费用	822	850	859	900	944
财务费用	-255	-153	937	848	357
资产减值损失	-792	-1526	-932	-1117	-1255
其他收益	964	1098	957	1006	1020
公允价值变动收益	94	278	148	162	161
投资净收益	244	-31	2609	109	84
资产处置收益	-5	-21	-15	-17	-14
营业利润	10860	11873	13433	13246	14399
营业外收入	61	230	99	112	126
营业外支出	291	382	326	294	323
利润总额	10630	11721	13206	13064	14201
所得税	1312	1437	1689	1667	1780
净利润	9318	10284	11518	11397	12421
少数股东损益	-113	-144	-162	-160	-174
归属母公司净利润	9431	10429	11679	11557	12595
EBITDA	15969	18115	18868	19057	20225
EPS(元)	1.48	1.64	1.83	1.82	1.98

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	11.4	2.5	-1.0	3.2	3.5
营业利润(%)	6.2	9.3	13.1	-1.4	8.7
归属于母公司净利润(%)	8.3	10.6	12.0	-1.0	9.0
获利能力					
毛利率(%)	32.3	32.6	34.0	34.1	34.2
净利率(%)	7.7	8.3	9.4	9.0	9.5
ROE(%)	17.2	17.9	18.8	17.5	17.8
ROIC(%)	11.6	10.9	10.5	10.8	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	58.7	62.2	59.0	56.3	53.7
净负债比率(%)	13.4	26.1	43.5	27.6	22.8
流动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	48.6	40.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.6	5.7	11.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.48	1.64	1.83	1.82	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	2.11	2.87	-0.39	3.01	1.92
每股净资产(最新摊薄)	7.90	8.41	9.04	9.66	10.44
估值比率					
P/E	15.3	13.8	12.3	12.5	11.4
P/B	2.9	2.7	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	9.7	9.0	9.2	8.7	8.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn