

## 聚焦长期，H2 有望环比改善

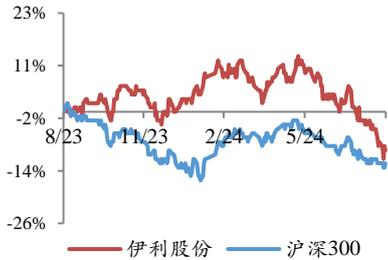
——伊利股份 24H1 业绩点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-31

收盘价 (元)	22.63
近 12 个月最高/最低 (元)	29.45/21.48
总股本 (百万股)	6,366
流通股本 (百万股)	6,305
流通股比例 (%)	99.04
总市值 (亿元)	1,441
流通市值 (亿元)	1,427

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@hazq.com

### 相关报告

1. 液态奶收入环比改善，利润端超预期  
2023-10-31

### 主要观点：

#### ● 公司发布 2024 年 H1 业绩：

- **24Q2**: 收入 272.33 亿 (-16.60%)，归母净利润 16.08 亿 (-40.21%)，扣非归母净利润 15.97 亿 (-35.61%)
- **24H1**: 收入 596.96 亿 (-9.53%)，归母净利润 75.31 亿 (+19.44%)，扣非归母净利润 53.24 亿 (-12.81%)

#### ● 收入：Q2 主动调整直面挑战

- Q2 液体乳/奶粉/冷饮营收分别 166.26/70.81/29.89 亿元，同比分别 -19.61%/+16.49%/-44.27%，Q2 主动进行份额调整，进行大日期库存消化，液态奶表现较弱。奶粉中婴儿粉实现盈利改善，成人粉市场领跑行业。冷饮行业库存较高，影响 Q2 旺季销售。

#### ● 盈利：减值损失影响利润

- Q2 毛利率同比+1.1pct 至 33.58%，原奶成本下降。销售费用率为 20.6%，同比提升 2.5%（费用体量同比减少近 3 亿），管理/研发费用率同比-0.6/+0.1pct，控费良好。
- Q2 信用减值损失 4.4 亿，上游合作牧场的贷款拨备率提升，导致减值增加较多，资产减值损失 4.6 亿，主要受喷粉等影响，净利率为 5.94%，同比-2.32pct。

#### ● 投资建议：维持“买入”

#### ➤ 我们的观点：

公司经历新鲜度调整，库存逐步健康，Q3 迎来旺季，预计 H2 有望环比改善。长期来看，公司奶粉、鲜奶等业务盈利改善，白奶业务大单品表现稳健，预计明年收入端实现改善，并随着降本增效，销售费用进一步精准投放，利润端实现释放。

**盈利预测：**我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 1218.95/1277.32/1331.9 亿元，同比-3.4%/+4.8%/+4.3%，归母净利润 114.79/109.77/118.16 亿元，同比+10.1%/-4.4%/7.6%，（2024 年利润含一次性处置收益），对应 2024-2026 年 PE 分别为 13/13/12X，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示：

需求恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	126179	121895	127732	133190
收入同比 (%)	2.4%	-3.4%	4.8%	4.3%
归属母公司净利润	10429	11479	10977	11816
净利润同比 (%)	10.6%	10.1%	-4.4%	7.6%
毛利率 (%)	32.8%	33.5%	34.0%	34.3%
ROE (%)	19.5%	17.7%	14.4%	13.5%
每股收益 (元)	1.64	1.80	1.72	1.86
P/E	16.31	12.55	13.12	12.19
P/B	3.18	2.22	1.90	1.64
EV/EBITDA	11.37	8.95	7.30	6.11

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	69355	79490	95199	111651	<b>营业收入</b>	126179	121895	127732	133190
现金	43372	54971	69684	85400	营业成本	84789	81053	84302	87510
应收账款	3085	1858	2285	2457	营业税金及附加	733	744	779	812
其他应收款	195	167	175	182	销售费用	22572	23404	24014	24840
预付账款	1480	1621	1686	1750	管理费用	5154	4778	4982	5194
存货	12512	12214	12703	13187	财务费用	-153	-131	-187	-205
其他流动资产	8713	8659	8667	8675	资产减值损失	-1526	-771	-872	-973
<b>非流动资产</b>	82265	80903	78456	75971	公允价值变动收益	278	61	50	42
长期投资	4408	4208	4008	3808	投资净收益	-31	2682	26	27
固定资产	35242	31192	27001	22691	<b>营业利润</b>	11873	13303	12684	13674
无形资产	4729	8708	11686	14663	营业外收入	230	61	63	52
其他非流动资产	37885	36795	35760	34808	营业外支出	382	10	8	13
<b>资产总计</b>	151620	160392	173655	187622	<b>利润总额</b>	11721	13353	12739	13713
<b>流动负债</b>	76860	73045	74216	75237	所得税	1437	1816	1707	1838
短期借款	39755	39755	39755	39755	<b>净利润</b>	10284	11537	11032	11876
应付账款	13799	14323	15244	16064	少数股东损益	-144	58	55	59
其他流动负债	23306	18967	19217	19418	<b>归属母公司净利润</b>	10429	11479	10977	11816
<b>非流动负债</b>	17440	18490	19550	20620	EBITDA	16229	16509	18372	19570
长期借款	11705	12755	13815	14885	EPS (元)	1.64	1.80	1.72	1.86
其他非流动负债	5735	5735	5735	5735					
<b>负债合计</b>	94300	91535	93766	95857					
少数股东权益	3781	3839	3894	3953					
股本	6366	6366	6366	6366					
资本公积	13380	13380	13380	13380					
留存收益	33793	45272	56249	68065					
归属母公司股东权益	53539	65019	75996	87812					
<b>负债和股东权益</b>	151620	160392	173655	187622					

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>	18290	13355	18419	19600
净利润	10429	11479	10977	11816
折旧摊销	4431	5301	5394	5430
财务费用	2225	953	1132	1189
投资损失	31	-2682	-26	-27
营运资金变动	-90	-2911	-76	74
其他经营现金流	11783	15604	12072	12860
<b>投资活动现金流</b>	-16044	-1913	-3685	-3807
资本支出	-6893	-4006	-3012	-3037
长期投资	-9331	-650	-749	-838
其他投资现金流	179	2743	76	69
<b>筹资活动现金流</b>	7258	158	-22	-77
短期借款	12955	0	0	0
长期借款	2407	1050	1060	1070
普通股增加	-33	0	0	0
资本公积增加	-855	0	0	0
其他筹资现金流	-7216	-892	-1082	-1147
<b>现金净增加额</b>	9624	11600	14713	15716

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	2.4%	-3.4%	4.8%	4.3%
营业利润	9.3%	12.0%	-4.6%	7.8%
归属于母公司净利	10.6%	10.1%	-4.4%	7.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	32.8%	33.5%	34.0%	34.3%
净利率 (%)	8.3%	9.4%	8.6%	8.9%
ROE (%)	19.5%	17.7%	14.4%	13.5%
ROIC (%)	9.0%	7.6%	8.0%	8.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	62.2%	57.1%	54.0%	51.1%
净负债比率 (%)	164.5%	132.9%	117.4%	104.5%
流动比率	0.90	1.09	1.28	1.48
速动比率	0.69	0.87	1.06	1.26
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.83	0.76	0.74	0.71
应收账款周转率	40.91	65.61	55.91	54.20
应付账款周转率	6.14	5.66	5.53	5.45
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.64	1.80	1.72	1.86
每股经营现金流薄)	2.87	2.10	2.89	3.08
每股净资产	8.41	10.21	11.94	13.79
<b>估值比率</b>				
P/E	16.31	12.55	13.12	12.19
P/B	3.18	2.22	1.90	1.64
EV/EBITDA	11.37	8.95	7.30	6.11

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**分析师：**陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。