

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

伊利股份 (600887)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵丹晨 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500523080005
联系电话: 13806086406
邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 金隅大厦 B 座
邮编: 100031

主动完成调整，期待需求复苏

2024 年 9 月 1 日

事件：伊利发布 2024 年半年报。2024H1，公司实现营收 599 亿元，同比-9.49%；归母净利润 75.31 亿元，同比+19.44%；扣非归母净利润 53.24 亿元，同比-35.61%。其中，24Q2 实现营收 273 亿元，同比-16.54%；归母净利润 16.08 亿元，同比-40.21%；扣非归母净利润 15.97 亿元，同比-35.61%。

点评：

- **液奶拖累收入，奶粉表现亮眼。**24Q2 收入端承压，核心系春节后液奶渠道库存偏多，Q2 以清理渠道库存为主，公司主动调整出货节奏所致。分品类看，Q2 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品系列分别录得收入 166.26 亿元、70.81 亿元和 29.89 亿元，同比-19.61%、+16.51%和-44.27%。其中，奶粉在去年同期基数偏低及公司努力经营的共同作用下，收入表现亮眼，而冷饮产品收入受到天气及去年基数较高影响出现下滑，但仍优于行业，市场份额亦同步提升。
- **成本下降提升毛利率，上游牧业拖累利润表现。**毛利端看，公司 Q2 毛利率为 33.84%，同比+1.11pct，主因原奶价格下行所带来的正向贡献。费用端看，销售费用率提升明显，Q2 为 20.56%，同比+2.52pct，主要系收入规模效应缩减和渠道库存清理过程中所投入的费用所致。其他费用率保持相对平稳，管理费用率、研发费用率和财务费用率同比-0.57pct、+0.13pct 和+0.02pct。此外，Q2 资产减值损失/营收（同比-0.66pct）和信用减值损失/营收（同比-1.56pct）的上升拖累利润表现，资产减值损失（主要系大包粉存货跌价损失）和信用减值损失（主要系贷款保理风险准备和贷款损失准备）均与奶价下跌和上游牧业经营困难有关。因此，公司 Q2 净利润率达 5.92%，同比-2.32pct，归母净利润受到拖累。
- **主动完成调整，承担社会责任。**作为行业龙头企业，公司在 Q2 以身作则，为维护产业健康做出贡献。在上游，公司坚持收奶，多余生鲜乳以喷粉处理，不对上下游造成负面影响；在下游，公司主动控制出货节奏并投入费用，帮助经销商维护渠道健康度，尽可能保障经销商利益。尽管 Q2 单季度业绩受到影响，但产业链的整体健康是公司长久发展的根本。
- **竞争优势稳固，新兴业务蓬勃。**液奶方面，尽管公司出货端节奏有所调整，产品在终端表现仍然优于行业。其中，公司金典鲜牛奶上半年零售同比增长近 60%。奶粉方面，公司婴配粉叠加澳优市场份额在上半年已达 16.9%，成人粉业务市场份额稳居第一，奶粉业务整体销量跃居中国市场第一。此外，公司奶酪 C 端业务 Q2 恢复正增长，公司奶酪 B 端实现营收双位数增长，水饮业务上半年实现翻倍增长，而海

外业务上半年也实现同比增长。

- **盈利预测与投资评级：经营周期低点，关注低估机遇。** Q2 公司主动调整出货节奏，清理渠道库存，至 7 月底渠道调整已基本结束，因此我们判断 Q2 收入及利润的绝对值和同比增速或为全年低点，3 季度起有望逐步修复。估值方面看，公司 PE TTM 已达近十年低点，我们认为市场悲观预期已计入，同时公司股息率按 23 年股利/最新收盘价计算已达 5.3%。长期看，根据我们的研究，人均乳制品消费量与人均 GDP 有正相关关系，而我国人均 GDP 增速仍然处于中个位数区间，我们认为中国乳制品消费有望在中长期进一步提升。我们预计 2024-2026 年 EPS 为 1.81/1.67/1.97 元，对应 2024-2026 年 13X/14X/12X PE，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧**

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	123,171	126,179	119,001	121,841	127,706
增长率 YoY %	11.4%	2.4%	-5.7%	2.4%	4.8%
归属母公司净利润 (百万元)	9,431	10,429	11,550	10,657	12,569
增长率 YoY%	8.3%	10.6%	10.8%	-7.7%	17.9%
毛利率%	32.5%	32.8%	34.0%	34.4%	34.2%
净资产收益率 ROE%	18.8%	19.5%	17.6%	14.0%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	1.48	1.64	1.81	1.67	1.97
市盈率 P/E(倍)	20.95	16.31	12.47	13.52	11.46
市净率 P/B(倍)	3.93	3.18	2.20	1.89	1.62

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	61,463	69,355	75,270	82,805	92,696	
货币资金	33,853	43,372	52,448	62,048	70,257	
应收票据	162	220	163	167	175	
应收账款	3,088	3,085	2,771	2,003	2,099	
预付账款	1,834	1,480	1,572	1,600	1,679	
存货	14,836	12,512	9,694	8,362	9,853	
其他	7,690	8,687	8,623	8,626	8,632	
非流动资产	69,502	82,265	86,371	90,820	95,797	
长期股权投资	4,563	4,408	4,408	4,408	4,408	
固定资产	33,735	35,242	39,837	44,676	49,748	
无形资产	4,648	4,729	4,829	4,929	5,029	
其他	26,556	37,885	37,297	36,807	36,611	
资产总计	130,965	151,620	161,642	173,625	188,493	
流动负债	62,170	76,860	74,059	74,613	76,162	
短期借款	26,799	39,755	40,000	40,000	40,000	
应付票据	881	1,041	329	335	352	
应付账款	15,926	13,799	14,423	14,683	15,415	
其他	18,563	22,265	19,306	19,595	20,395	
非流动负债	14,653	17,440	18,340	19,240	20,140	
长期借款	9,298	11,705	12,605	13,505	14,405	
其他	5,354	5,735	5,735	5,735	5,735	
负债合计	76,822	94,300	92,399	93,853	96,302	
少数股东权益	3,875	3,781	3,643	3,516	3,365	
归属母公司股东权益	50,268	53,539	65,600	76,257	88,826	
负债和股东权益	130,965	151,620	161,642	173,625	188,493	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	123,171	126,179	119,001	121,841	127,706	
同比	11.4%	2.4%	-5.7%	2.4%	4.8%	
归属母公司净利润	9,431	10,429	11,550	10,657	12,569	
同比	8.3%	10.6%	10.8%	-7.7%	17.9%	
毛利率(%)	32.5%	32.8%	34.0%	34.4%	34.2%	
ROE%	18.8%	19.5%	17.6%	14.0%	14.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.48	1.64	1.81	1.67	1.97	
P/E	20.95	16.31	12.47	13.52	11.46	
P/B	3.93	3.18	2.20	1.89	1.62	
EV/EBITDA	14.13	11.37	9.66	9.47	7.75	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	123,171	126,179	119,001	121,841	127,706	
营业成本	83,119	84,789	78,575	79,988	83,975	
营业税金及附加	742	733	714	731	766	
销售费用	22,908	22,572	22,610	22,297	22,987	
管理费用	5,343	5,154	4,820	5,203	5,491	
研发费用	822	850	797	816	856	
财务费用	-255	-153	-339	-166	-286	
减值损失合计	-792	-1,526	-1,490	-1,490	-490	
投资净收益	244	-31	2,642	0	306	
其他	916	1,195	464	914	958	
营业利润	10,860	11,873	13,440	12,396	14,692	
营业外收支	-230	-152	-170	-151	-251	
利润总额	10,630	11,721	13,270	12,244	14,440	
所得税	1,312	1,437	1,858	1,714	2,022	
净利润	9,318	10,284	11,412	10,530	12,419	
少数股东损益	-113	-144	-138	-127	-150	
归属母公司净利润	9,431	10,429	11,550	10,657	12,569	
EBITDA	14,540	16,229	15,572	14,967	17,338	
EPS(当年)(元)	1.48	1.64	1.81	1.67	1.97	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	13,420	18,290	14,404	18,659	18,056	
净利润	9,318	10,284	11,412	10,530	12,419	
折旧摊销	4,068	4,431	2,504	2,761	3,034	
财务费用	1,377	2,225	2,367	2,607	2,802	
投资损失	-244	31	-2,642	0	-306	
营运资金变动	-1,813	-90	-1,385	1,120	-633	
其它	714	1,409	2,148	1,641	741	
投资活动现金流	-19,514	-16,044	-4,116	-7,351	-7,945	
资本支出	-5,950	-6,893	-6,758	-7,351	-8,251	
长期投资	-13,429	-9,331	0	0	0	
其他	-135	179	2,642	0	306	
筹资活动现金流	8,781	7,258	-1,211	-1,707	-1,902	
吸收投资	166	162	10	0	0	
借款	18,121	15,363	1,145	900	900	
支付利息或股息	-7,500	-8,416	-2,367	-2,607	-2,802	
现金流净增加额	2,108	9,624	9,076	9,600	8,209	

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深入研究东鹏饮料）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深入研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。