

2024年09月01日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 弱需求下主动控货，关注原奶周期调整

## —伊利股份（600887.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年8月29日，伊利股份发布2024年半年度报告。

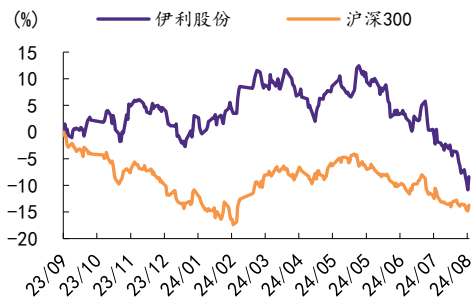
### 投资要点

#### 基本数据

2024-08-30

当前股价(元)	22.63
总市值(亿元)	1441
总股本(百万股)	6366
流通股本(百万股)	6305
52周价格范围(元)	22.25-29.29
日均成交额(百万元)	1056.6

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 《伊利股份（600887）：液体乳板块静待修复，多板块发力增长》2024-05-03
- 《伊利股份（600887）：利润超预期，液奶业务表现亮眼》2023-10-31
- 《伊利股份（600887）：业绩符合预期，经营稳中求进》2023-08-29

#### ■ 二季度收入端承压，盈利能力改善

2024H1 总营收 596.96 亿元（同减 10%），主要系液态奶与冷饮销量下降所致；归母净利润 75.31 亿元（同增 19%），扣非归母净利润 53.24 亿元（同减 13%）。其中 2024Q2 总营收 272.33 亿元（同减 17%），归母净利润 16.08 亿元（同减 40%），扣非归母净利润 15.97 亿元（同减 43%）。2024H1 毛利率同增 2pct 至 34.78%，主要系原奶价格下行所致；销售费用率同增 2pct 至 19.48%，主要系广告营销费用增加所致，随着收入恢复与规模效应显现，预计下半年恢复平稳；管理费用率同减 0.1pct 至 3.93%，主要系职工薪酬费用减少所致。综合来看，2024H1 归母净利率同增 3pct 至 12.62%，盈利能力改善。

#### ■ 液态奶放缓出货节奏，奶粉业务持续增长

产品上，2024H1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品的营收分别为 368.87/145.09/73.22/4.06 亿元，分别同比-13%/+7%/-20%/+27%。液态奶在 2024Q2 通过新鲜度调整控制库存，出货节奏放缓，实际动销好于报表；婴儿粉 2024Q2 收入低基数下实现双位数增速，成人粉聚焦功能属性稳居市场第一；冷饮业务受消费需求较弱与天气影响 2024Q2 终端动销偏慢；非乳业务计划在水与现泡茶打造第二增长曲线。渠道上，2024H1 经销/直营的营收分别为 574.54/16.71 亿元，分别同减 10%/11%。线下传统渠道份额稳中有升，电商新兴渠道保持增长。公司努力打造多元化渠道，在零食、To B 等渠道挖掘消费机会。2024H1 华北/华南/华中/华东/其他地区的营收分别为 167.98/147.06/109.98/90.84/75.39 亿元，分别同减 6%/12%/11%/14%/5%。

#### ■ 盈利预测

公司品牌力依旧稳固，渠道/产品护城河深厚，预计收入随经济修复将逐季改善，同时分红回报策略逐渐兑现，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.86/2.17/2.49 元，当前股价对应 PE 分别为 12/11/9 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、回购相关政策对市场的激励不及预期、竞争进一步加剧、原材料成本上涨、核心产品增长不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入 (百万元)	126,179	130,153	140,420	150,160
增长率 (%)	2.4%	3.1%	7.9%	6.9%
归母净利润 (百万元)	10,429	11,872	13,784	15,839
增长率 (%)	10.6%	13.8%	16.1%	14.9%
摊薄每股收益 (元)	1.64	1.86	2.17	2.49
ROE (%)	18.2%	19.2%	20.8%	22.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	43,372	66,928	83,491	92,166
应收款	3,500	3,388	3,462	3,497
存货	12,512	14,427	14,108	14,113
其他流动资产	9,972	8,931	9,104	9,321
流动资产合计	69,355	93,674	110,166	119,097
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	1,963	2,033	2,083	2,113
固定资产	35,242	35,490	34,163	32,302
在建工程	4,329	1,732	693	277
无形资产	4,729	4,493	4,256	4,032
长期股权投资	4,408	4,408	4,408	4,408
其他非流动资产	33,556	33,556	33,556	33,556
非流动资产合计	82,265	79,679	77,076	74,574
资产总计	151,620	173,353	187,242	193,671
<b>流动负债:</b>				
短期借款	39,755	49,755	54,755	55,755
应付账款、票据	14,840	16,351	16,674	16,284
其他流动负债	13,570	13,570	13,570	13,570
流动负债合计	76,860	88,233	93,462	93,836
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	15,247	21,247	25,247	26,247
其他非流动负债	2,193	2,193	2,193	2,193
非流动负债合计	17,440	23,440	27,440	28,440
负债合计	94,300	111,673	120,902	122,276
<b>所有者权益</b>				
股本	6,366	6,366	6,366	6,366
股东权益	57,320	61,679	66,340	71,395
负债和所有者权益	151,620	173,353	187,242	193,671

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	10284	11720	13620	15666
少数股东权益	-144	-152	-163	-172
折旧摊销	4135	2586	2591	2490
公允价值变动	278	607	400	200
营运资金变动	3737	681	349	-851
经营活动现金净流量	18290	15442	16797	17334
投资活动现金净流量	-16044	2279	2316	2248
筹资活动现金净流量	21310	8639	41	-8612
现金流量净额	23,556	26,360	19,154	10,969

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>126,179</b>	<b>130,153</b>	<b>140,420</b>	<b>150,160</b>
营业成本	84,789	87,010	92,842	98,250
营业税金及附加	733	755	786	811
销售费用	22,572	22,907	24,573	26,128
管理费用	5,154	5,206	5,476	5,706
财务费用	-153	1,072	989	831
研发费用	850	877	946	1,012
费用合计	28,423	30,062	31,985	33,676
资产减值损失	-1,526	-400	-300	-200
公允价值变动	278	607	400	200
投资收益	-31	36	28	20
<b>营业利润</b>	<b>11,873</b>	<b>13,348</b>	<b>15,445</b>	<b>17,773</b>
加:营业外收入	230	200	150	100
减:营业外支出	382	200	100	70
<b>利润总额</b>	<b>11,721</b>	<b>13,348</b>	<b>15,495</b>	<b>17,803</b>
所得税费用	1,437	1,629	1,875	2,136
<b>净利润</b>	<b>10,284</b>	<b>11,720</b>	<b>13,620</b>	<b>15,666</b>
少数股东损益	-144	-152	-163	-172
<b>归母净利润</b>	<b>10,429</b>	<b>11,872</b>	<b>13,784</b>	<b>15,839</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	2.4%	3.1%	7.9%	6.9%
归母净利润增长率	<b>10.6%</b>	13.8%	16.1%	14.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	32.8%	33.1%	33.9%	34.6%
四项费用/营收	22.5%	23.1%	22.8%	22.4%
净利率	8.2%	9.0%	9.7%	10.4%
ROE	18.2%	19.2%	20.8%	22.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.2%	64.4%	64.6%	63.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8
应收账款周转率	36.1	38.4	40.6	42.9
存货周转率	6.8	6.1	6.6	7.0
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.64	1.86	2.17	2.49
P/E	13.8	12.1	10.5	9.1
P/S	1.1	1.1	1.0	1.0
P/B	2.7	2.5	2.3	2.1

## ■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。