

# 伊利股份 (600887)

## 2024年中报业绩点评: 主动去库致短期承压, 24H2 有望轻装上阵

买入 (维持)

2024年09月01日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书: S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	123171	126179	119654	125901	130215
同比 (%)	11.37	2.44	(5.17)	5.22	3.43
归母净利润 (百万元)	9431	10429	11506	11302	11740
同比 (%)	8.34	10.58	10.33	(1.77)	3.87
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.48	1.64	1.81	1.78	1.84
P/E (现价&最新摊薄)	15.28	13.81	12.52	12.75	12.27

关键词: #业绩不及预期

### 投资要点

- **公司发布 2024 年中报:** 2024H1 公司实现营业收入 596.96 亿元, 同比下降 9.53%; 实现归母净利润 75.31 亿元, 同比增长 19.44%; 实现扣非归母净利润 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%; 实现归母净利润 16.08 亿元, 同比下降 40.21%; 实现扣非归母净利润 15.97 亿元, 同比下降 35.61%。收入、利润均低于预期。
- **主动去库导致液奶承压, 奶粉增长稳健。** 2024H1 公司液态奶/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品收入分别同比-13%/+7.3%/-20%/+27%, 单 Q2 分别同比-19.6%/+16.5%/-44.3%/+13.9%。2024H1 液奶收入下滑预计主因需求疲软, 公司主动去库维护渠道良性; 结构上看, 预计低温液奶整体表现较好, 常温白奶中金典表现好于基础白; 量价拆分来看, 预计 24H1 液奶量价均同比下滑, 其中销量更为承压。24H1 冷饮收入下滑预计主因天气不佳+可选属性突出导致需求承压, 行业清库压力较大。24H1 奶粉业务稳健增长预计主因年内出生人数有所回升, 公司优化产品结构、提升品牌力, 经营韧性较强。
- **成本红利+结构升级推动毛利率提升, 费投力度加大。** 2024Q2 公司毛利率同比+1.06pct 至 33.6%, 预计主因原奶成本下行+高毛利的奶粉业务占比提升。2024Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.5/-0.6/+0.1/+0.01pct, 销售费用率提升主因收入承压削弱规模效应, 行业竞争加剧+公司主动调整导致终端费投力度加大, 叠加奥运年公司强化广宣投放, 其中 24H1 广宣费用率同比+1.2pct。
- **减值损失增加, 盈利能力承压。** 2024Q2 公司资产减值损失占收入比重同比-0.66pct 至-1.7%, 主因原奶供大于求导致喷粉减值增加。2024Q2 信用减值损失占收入比重同比-1.57pct 至-1.61%, 主要系贷款拨备率提升导致保理风险准备和小额贷款损失准备增加。综合来看, 24Q2 公司归母净利率同比-2.33pct, 盈利能力承压。
- **库存清理结束, 24H2 有望轻装上阵。** 根据公司交流, 7 月下旬公司渠道调整已进入尾声, 当前公司渠道库存健康, 叠加双节需求拉动, 我们预计 24Q3 公司业绩有望环比改善, 2024H2 有望轻装上阵。
- **盈利预测与投资评级:** 公司 24H1 业绩低于预期, 下调公司 24-26 年收入预期为 1197/1259/1302 亿元 (此前预期为 1303/1366/1431 亿元), 同比-5.2%/+5.2%/+3.4%, 下调 24-26 年归母净利润预期为 115/113/117 亿元 (此前预期为 131/122/135 亿元), 同比+10%/-1.8%/+3.9%, 对应 24-26 年 PE 分别为 13/13/12x, 考虑到 24H2 公司业绩有望边际改善, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、需求不及预期, 食品安全问题、减值损失扰动

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	22.63
一年最低/最高价	21.48/29.45
市净率(倍)	2.72
流通 A 股市值(百万元)	142,684.28
总市值(百万元)	144,061.73

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.32
资产负债率(% ,LF)	62.13
总股本(百万股)	6,365.96
流通 A 股(百万股)	6,305.09

### 相关研究

《伊利股份(600887): 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 收入承压盈利向上, 股东回报持续提升》

2024-05-02

《伊利股份(600887): 2023 年三季报业绩点评: 利润超预期, 低估值高股息看好价值回归》

2023-11-01

伊利股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>69,355</b>	<b>81,202</b>	<b>88,224</b>	<b>95,920</b>	<b>营业总收入</b>	<b>126,179</b>	<b>119,654</b>	<b>125,901</b>	<b>130,215</b>
货币资金及交易性金融资产	43,383	59,036	66,755	74,263	营业成本(含金融类)	84,789	78,749	82,707	85,796
经营性应收款项	4,785	4,046	4,071	4,123	税金及附加	733	691	728	753
存货	12,512	9,933	8,952	8,832	销售费用	22,572	22,939	23,760	24,444
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,154	4,888	5,143	5,320
其他流动资产	8,675	8,186	8,446	8,702	研发费用	850	865	878	908
<b>非流动资产</b>	<b>82,265</b>	<b>83,505</b>	<b>84,524</b>	<b>85,300</b>	财务费用	(153)	(86)	(189)	(181)
长期股权投资	4,408	4,608	4,808	5,008	加:其他收益	1,098	942	953	947
固定资产及使用权资产	35,763	37,696	39,171	40,245	投资净收益	(31)	2,512	31	32
在建工程	4,337	3,291	2,457	1,782	公允价值变动	278	(80)	60	50
无形资产	4,729	4,727	4,725	4,723	减值损失	(1,686)	(1,740)	(740)	(525)
商誉	5,160	5,110	5,060	5,010	资产处置收益	(21)	(22)	(25)	(26)
长期待摊费用	148	248	348	448	<b>营业利润</b>	<b>11,873</b>	<b>13,220</b>	<b>13,154</b>	<b>13,654</b>
其他非流动资产	27,719	27,824	27,954	28,084	营业外净收支	(152)	(230)	(230)	(230)
<b>资产总计</b>	<b>151,620</b>	<b>164,707</b>	<b>172,747</b>	<b>181,220</b>	<b>利润总额</b>	<b>11,721</b>	<b>12,990</b>	<b>12,924</b>	<b>13,424</b>
<b>流动负债</b>	<b>76,860</b>	<b>76,713</b>	<b>78,329</b>	<b>80,227</b>	减:所得税	1,437	1,598	1,590	1,651
短期借款及一年内到期的非流动负债	42,190	46,594	47,594	48,594	<b>净利润</b>	<b>10,284</b>	<b>11,392</b>	<b>11,335</b>	<b>11,773</b>
经营性应付款项	17,487	13,781	13,670	14,061	减:少数股东损益	(144)	(114)	32	34
合同负债	8,696	8,346	8,781	9,082	<b>归属母公司净利润</b>	<b>10,429</b>	<b>11,506</b>	<b>11,302</b>	<b>11,740</b>
其他流动负债	8,487	7,993	8,284	8,490	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.64	1.81	1.78	1.84
非流动负债	17,440	19,878	22,428	24,978	EBIT	11,798	12,904	12,735	13,243
长期借款	11,705	14,105	16,505	18,905	EBITDA	16,229	16,731	16,810	17,560
应付债券	3,541	3,641	3,741	3,841	毛利率(%)	32.58	33.95	34.07	33.87
租赁负债	238	288	338	388	归母净利率(%)	8.29	9.65	9.01	9.05
其他非流动负债	1,956	1,844	1,844	1,844	收入增长率(%)	2.44	(5.17)	5.22	3.43
<b>负债合计</b>	<b>94,300</b>	<b>96,591</b>	<b>100,757</b>	<b>105,205</b>	归母净利润增长率(%)	10.58	10.33	(1.77)	3.87
归属母公司股东权益	53,539	64,448	68,291	72,283					
少数股东权益	3,781	3,667	3,699	3,733					
<b>所有者权益合计</b>	<b>57,320</b>	<b>68,115</b>	<b>71,991</b>	<b>76,016</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>151,620</b>	<b>164,707</b>	<b>172,747</b>	<b>181,220</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	18,290	12,752	18,225	18,511	每股净资产(元)	8.41	10.12	10.73	11.35
投资活动现金流	(16,044)	(2,076)	(5,374)	(5,374)	最新发行在外股份(百万股)	6,366	6,366	6,366	6,366
筹资活动现金流	7,258	5,100	(5,192)	(5,680)	ROIC(%)	9.86	9.14	8.18	8.07
现金净增加额	9,624	15,733	7,659	7,458	ROE-摊薄(%)	19.48	17.85	16.55	16.24
折旧和摊销	4,431	3,827	4,074	4,316	资产负债率(%)	62.19	58.64	58.33	58.05
资本开支	(6,893)	(4,902)	(4,905)	(4,906)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.81	12.52	12.75	12.27
营运资本变动	(90)	(3,159)	623	235	P/B(现价)	2.69	2.24	2.11	1.99

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>