

## 渠道库存调整基本到位, 期待下半年轻装上阵

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年报, 上半年实现营业总收入599亿元, 同比下滑9.5%; 实现归母净利润75.3亿元, 同比增长19.4%。其中24Q2实现营业总收入273亿元, 同比下滑16.5%; 实现归母净利润16.1亿元, 同比下滑40.2%。
- 液奶渠道库存调整基本到位, 奶粉及奶制品增速领先。** 2024H1液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品分别实现营业收入369亿元(-13%)、145亿元(+7.3%)、73.2亿元(-20%)。1) 液体乳: 渠道库存调整已基本到位, 终端表现好于行业整体, 零售额继续稳居行业第一。白奶表现领先, 低温液奶逆势增长。2) 奶粉及奶制品: 公司整体婴幼儿奶粉、成人奶粉零售额市场份额分别达到16.9%、24.3%; 奶酪线下零售额市场份额约18.8%(+1.2pp)。3) 冷饮: 受天气及去年同期基数影响, 冷饮行业规模下滑, 公司份额提升。
- 上半年毛销差略降, 非经常性损益影响利润。** 1、2024H1公司实现毛利率34.8%, 同比提升1.6pp, 主要由于原奶价格下降。2、销售费用率19.4%, 同比增加1.9pp, 在原奶供给偏多的背景下适当增加促销投入, 预计下半年将加强管控销售费用率; 毛销差15.4%, 同比下降0.2pp。管理费用率3.9%, 同比下降0.1pp; 研发费用率0.6%, 同比增加0.1pp; 财务费用率-0.6%, 同比下降0.3pp。3、2024H1公司实现净利率12.7%, 同比提升3.1pp。上半年转让控股子公司昌吉盛新实业有限责任公司股权, 形成处置收益25.7亿元。此外, 上半年资产减值损失5亿元, 信用减值损失4.5亿元, 对盈利形成压力。
- 盈利能力提升可期, 回购重视投资者回报。** 1、随着成本端企稳, 叠加产品结构改善、费用投放效率提高, 公司盈利能力将逐步提高。2、公司以参控股+战略合作方式把握稀缺牧业资源, 优质奶源布局充分。凝聚上游牧业企业, 合作牧场规模化, 养殖规模及水平领先行业; 定制化开发牧场管理系统, 将数字化引入上游牧业, 使奶牛养殖更高效。3、2024年5月起, 公司将在12个月内以自有资金回购10-20亿元股份, 将用于依法注销减少注册资本, 表明公司对未来发展的信心, 重视投资者回报。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年归母净利润分别为117亿元、119亿元、126亿元, EPS分别为1.84元、1.87元、1.98元, 对应动态PE分别为12倍、12倍、11倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原奶价格持续上涨风险; 行业竞争加剧风险; 食品安全风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	1261.79	1251.35	1309.22	1353.08
增长率	2.44%	-0.83%	4.62%	3.35%
归属母公司净利润(亿元)	104.29	117.04	119.03	125.76
增长率	10.58%	12.23%	1.70%	5.66%
每股收益EPS(元)	1.64	1.84	1.87	1.98
净资产收益率ROE	17.94%	18.21%	16.93%	16.34%
PE	14	12	12	11
PB	2.69	2.38	2.16	1.97

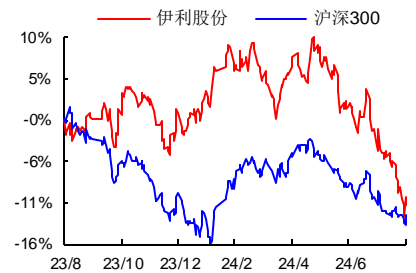
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 夏粟  
执业证号: S1250523070006  
电话: 021-68415380  
邮箱: xiaji@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	63.66
流通A股(亿股)	63.05
52周内股价区间(元)	22.25-29.29
总市值(亿元)	1,440.62
总资产(亿元)	1,498.90
每股净资产(元)	8.32

### 相关研究

- 伊利股份(600887): 盈利能力持续改善, 回购提高投资者回报 (2024-05-06)
- 伊利股份(600887): 成本下降叠加控费成效, Q3利润大幅改善 (2023-11-01)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1261.79	1251.35	1309.22	1353.08	净利润	102.84	117.07	119.06	125.80
营业成本	847.89	815.76	847.29	872.02	折旧与摊销	42.80	31.65	31.65	31.65
营业税金及附加	7.33	8.76	9.16	9.47	财务费用	-1.53	17.74	16.71	13.75
销售费用	225.72	226.49	235.66	246.26	资产减值损失	-15.26	15.00	8.00	8.00
管理费用	51.54	56.31	58.91	62.24	经营营运资本变动	13.18	-81.32	-0.48	-1.12
财务费用	-1.53	17.74	16.71	13.75	其他	40.87	-43.65	-18.44	-9.62
资产减值损失	-15.26	15.00	8.00	8.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>182.90</b>	<b>56.49</b>	<b>156.50</b>	<b>168.46</b>
投资收益	-0.31	25.00	5.00	5.00	资本支出	-60.35	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.78	0.00	0.00	0.00	其他	-100.09	44.52	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-160.44</b>	<b>44.52</b>	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>118.73</b>	<b>136.28</b>	<b>138.48</b>	<b>146.34</b>	短期借款	129.55	55.33	-63.13	-82.65
其他非经营损益	-1.52	1.45	1.59	1.66	长期借款	24.07	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>117.21</b>	<b>137.73</b>	<b>140.08</b>	<b>148.00</b>	股权融资	-8.88	0.00	0.00	0.00
所得税	14.37	20.66	21.01	22.20	支付股利	-66.21	-52.14	-58.52	-59.51
净利润	102.84	117.07	119.06	125.80	其他	-5.95	-37.37	-16.71	-13.75
少数股东损益	-1.44	0.04	0.04	0.04	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>72.58</b>	<b>-34.18</b>	<b>-138.35</b>	<b>-155.91</b>
归属母公司股东净利润	104.29	117.04	119.03	125.76	<b>现金流量净额</b>	<b>96.24</b>	<b>66.82</b>	<b>23.15</b>	<b>17.54</b>
资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	433.72	500.54	523.69	541.23	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	49.80	49.17	51.65	53.28	销售收入增长率	2.44%	-0.83%	4.62%	3.35%
存货	125.12	123.43	134.07	134.67	营业利润增长率	9.33%	14.78%	1.61%	5.67%
其他流动资产	84.92	64.17	67.13	69.38	净利润增长率	10.37%	13.84%	1.70%	5.66%
长期股权投资	44.08	44.08	44.08	44.08	EBITDA 增长率	10.40%	16.05%	0.63%	2.62%
投资性房地产	6.15	6.15	6.15	6.15	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	395.72	369.69	343.67	317.65	毛利率	32.80%	34.81%	35.28%	35.55%
无形资产和开发支出	98.89	93.41	87.93	82.45	三费率	21.85%	24.02%	23.78%	23.82%
其他非流动资产	277.81	277.66	277.51	277.37	净利率	8.15%	9.36%	9.09%	9.30%
<b>资产总计</b>	<b>1516.20</b>	<b>1528.30</b>	<b>1535.89</b>	<b>1526.26</b>	ROE	17.94%	18.21%	16.93%	16.34%
短期借款	397.55	452.88	389.75	307.10	ROA	6.78%	7.66%	7.75%	8.24%
应付和预收款项	221.47	221.36	230.11	235.72	ROIC	11.90%	14.59%	14.33%	14.93%
长期借款	117.05	117.05	117.05	117.05	EBITDA/销售收入	12.68%	14.84%	14.27%	14.17%
其他负债	206.92	94.16	95.58	96.70	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>943.00</b>	<b>885.45</b>	<b>832.49</b>	<b>756.57</b>	总资产周转率	0.89	0.82	0.85	0.88
股本	63.66	63.66	63.66	63.66	固定资产周转率	3.66	3.69	4.18	4.71
资本公积	133.80	133.80	133.80	133.80	应收账款周转率	39.56	40.20	41.52	40.89
留存收益	346.15	411.04	471.55	537.80	存货周转率	5.85	6.11	6.34	6.32
归属母公司股东权益	535.39	605.01	665.52	731.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.77%	—	—	—
少数股东权益	37.81	37.85	37.88	37.92	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>573.20</b>	<b>642.85</b>	<b>703.40</b>	<b>769.69</b>	资产负债率	62.19%	57.94%	54.20%	49.57%
负债和股东权益合计	1516.20	1528.30	1535.89	1526.26	带息债务/总负债	58.33%	68.37%	65.13%	60.74%
					流动比率	0.90	1.04	1.18	1.37
					速动比率	0.74	0.86	0.98	1.14
					股利支付率	63.49%	44.55%	49.16%	47.32%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	160.00	185.68	186.84	191.74	每股收益	1.64	1.84	1.87	1.98
PE	13.81	12.31	12.10	11.45	每股净资产	8.41	9.50	10.45	11.49
PB	2.69	2.38	2.16	1.97	每股经营现金	2.87	0.89	2.46	2.65
PS	1.14	1.15	1.10	1.06	每股股利	1.04	0.82	0.92	0.93
EV/EBITDA	8.04	6.74	6.23	5.55					
股息率	4.60%	3.62%	4.06%	4.13%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---