

经营短期调整，期待轻装上阵

—— 2024 年中报点评

2024 年 9 月 2 日

核心观点

- 事件：**8月29日，公司发布公告，24H1 实现营收 599.1 亿元，同比-9.5%；归母净利润 75.3 亿元，同比+19.4%；扣非归母净利润 53.2 亿元，同比-12.8%。其中 24Q2 营收 273.4 亿元，同比-16.5%；归母净利润 16.1 亿元，同比-40.2%；扣非归母净利润 16.0 亿元，同比-39.8%。
- 乳品需求偏淡，把握结构性增长机遇。**当前乳制品行业供给阶段性过剩、需求整体承压，公司主动优化渠道，多元拓展业务增量，部分抵御不利因素。**分产品看**，24Q2 奶粉及奶制品/其他产品收入同比+16.5%/+13.9%，婴幼儿奶粉实现逆势增长，主要得益于优质产品迭代+二次配方注册带来的份额提升，龙年新生儿数量回升亦有贡献；餐饮 B2B 实现营收双位数增长。液体乳/冷饮产品收入同比-19.6%/-44.3%，液体乳系主动处理大日期产品，影响出货节奏；冷饮业务受到天气因素与基数影响。**分渠道看**，24Q2 经销/直营收入同比-16.6%/-20.9%，经销商数量 18588 家，环比+0.9%。**分区域看**，24Q2 华北/华南/华中/华东收入分别同比-14.0%/-20.6%/-15.9%/-21.6%，国内需求偏淡，公司积极开发海外市场，24H1 海外业务收入同比+4%。
- 原奶价格持续下行，减值损失部分冲抵成本红利。**24Q2 归母净利率 5.9%，同比-2.3pcts。具体拆分来看，毛利率为 33.6%，同比+1.0pcts，主要系原奶价格红利持续，但公司通过喷粉应对过剩供给，24Q2 计提信用/资产减值损失同比+4.3/1.2 亿元，部分冲抵成本红利。销售费用率 20.6%，同比+2.5pcts，毛销差同比-1.5pcts，主因库龄调整增加促销投入及规模效应减弱；管理费用率 3.3%，同比-0.6pcts，费效有所提升。
- 渠道调整进入尾声，公司有望再次穿越周期。**短期来看，原奶供给压力逐渐缓和，预计 25 年奶价有望企稳；旺季需求与政策支持推动消费回暖。公司当前渠道调整接近尾声；同时积极把握品类机会，24Q3 奶粉仍将受益去年同期因新国标控货，延续增长趋势。**中长期来看**，公司已在产业链上下游形成强护城河，有望长期受益市场份额提升，并向全球领先乳企站位迈进。利润端，数字化赋能+精益管控+品类结构升级将提振利率上行。
- 投资建议：**调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润同比+15.2%/-1.6%/+7.0%，对应 PE 为 12/12/12X。考虑到公司领军地位稳固，且重视股东回报，分红水平领先、回购进程持续，估值安全边际筑底，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**需求持续下行的风险，竞争加剧的风险，食品安全的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	126179.46	126313.48	131322.28	136264.91
收入增长率%	2.44	0.11	3.97	3.76
归母净利润(百万元)	10428.54	12011.46	11821.77	12648.75
利润增速%	10.58	15.18	-1.58	7.00
摊薄 EPS(元)	1.64	1.89	1.86	1.99
PE	13.96	12.12	12.32	11.51
PB	2.72	2.54	2.11	1.96

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

伊利股份 (600887.SH)

推荐 维持

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理 彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2024-8-30

股票代码	600887
A 股收盘价(元)	22.63
上证指数	2842.21
总股本(万股)	636,596
实际流通 A 股(万股)	630,509
流通 A 股市值(亿元)	1441

相对沪深 300 表现图

2024-08-30



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河食品饮料】公司点评_伊利股份_主业盈利改善，红利价值凸显

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	69355.38	86146.57	110322.52	127547.17
现金	43371.54	57991.91	80591.59	95116.32
应收账款	3084.67	3138.82	3242.22	3375.18
其它应收款	194.69	200.73	206.00	215.15
预付账款	1480.05	1656.87	1631.29	1750.60
存货	12511.78	13671.32	13615.02	14525.24
其他	8712.65	9486.91	11036.40	12564.68
非流动资产	82264.87	85689.05	87488.00	89654.13
长期投资	4408.37	4408.37	4408.37	4408.37
固定资产	35242.17	36931.21	37359.21	37829.54
无形资产	4729.16	6289.17	7109.75	8300.04
其他	37885.17	38060.31	38610.67	39116.18
资产总计	151620.25	171835.62	197810.52	217201.30
流动负债	76859.80	93578.30	107894.79	122450.69
短期借款	39754.86	53334.10	66601.41	80024.69
应付账款	13798.87	14857.47	14900.49	15839.71
其他	23306.08	25386.73	26392.89	26586.29
非流动负债	17440.09	17327.78	17327.78	17327.78
长期借款	11705.40	11705.40	11705.40	11705.40
其他	5734.70	5622.38	5622.38	5622.38
负债合计	94299.90	110906.08	125222.56	139778.47
少数股东权益	3781.03	3615.19	3451.83	3277.11
归属母公司股东权益	53539.33	57314.36	69136.13	74145.72
负债和股东权益	151620.25	171835.62	197810.52	217201.30

现金流量表(百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	18290.36	15377.41	18442.32	18719.60
净利润	10284.31	11845.63	11658.41	12474.03
折旧摊销	4431.34	4972.02	5240.08	5694.24
财务费用	2224.99	1335.74	1629.71	1921.97
投资损失	31.09	-109.96	-40.93	-27.25
营运资金变动	-90.09	-2857.36	-207.51	-1232.54
其它	1408.72	191.35	162.57	-110.85
投资活动现金流	-16044.50	-8076.74	-7480.25	-8057.02
资本支出	-6892.60	-8813.40	-7359.33	-7909.71
长期投资	-9331.12	-187.28	-161.85	-174.56
其他	179.22	923.94	40.93	27.25
筹资活动现金流	7258.48	7362.47	11637.60	3862.15
短期借款	12955.37	13579.24	13267.31	13423.28
长期借款	2407.18	0.00	0.00	0.00
其他	-8104.08	-6216.77	-1629.71	-9561.12
现金净增加额	9623.65	14620.37	22599.68	14524.73

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	126179.46	126313.48	131322.28	136264.91
营业成本	84788.59	83858.10	87670.98	91260.16
营业税金及附加	732.66	749.77	787.93	813.21
营业费用	22571.51	23367.99	24622.93	25277.14
管理费用	5154.22	4673.60	4793.26	4837.40
财务费用	-152.85	121.33	179.91	68.36
资产减值损失	-1525.70	-274.03	-282.13	-148.08
公允价值变动收益	278.19	289.12	303.58	318.75
投资净收益	-31.09	109.96	40.93	27.25
营业利润	11873.30	13840.37	13480.66	14293.22
营业外收入	229.84	116.32	135.68	160.62
营业外支出	381.96	380.00	300.00	200.00
利润总额	11721.19	13576.69	13316.34	14253.84
所得税	1436.88	1731.07	1657.94	1779.81
净利润	10284.31	11845.63	11658.41	12474.03
少数股东损益	-144.23	-165.84	-163.36	-174.71
归属母公司净利润	10428.54	12011.46	11821.77	12648.75
EBITDA	16229.05	18670.05	18736.33	20016.44
EPS (元)	1.64	1.89	1.86	1.99

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2.44%	0.11%	3.97%	3.76%
营业利润	9.33%	16.57%	-2.60%	6.03%
归属母公司净利润	10.58%	15.18%	-1.58%	7.00%
毛利率	32.58%	33.61%	33.24%	33.03%
净利率	8.29%	9.51%	9.00%	9.28%
ROE	19.48%	20.96%	17.10%	17.06%
ROIC	9.00%	8.81%	7.36%	7.01%
资产负债率	62.19%	64.54%	63.30%	64.35%
净负债比率	24.95%	27.35%	10.10%	8.05%
流动比率	0.90	0.92	1.02	1.04
速动比率	0.61	0.66	0.78	0.81
总资产周转率	0.89	0.78	0.71	0.66
应收账款周转率	40.74	40.59	41.16	41.18
应付账款周转率	5.70	5.85	5.89	5.94
每股收益	1.64	1.89	1.86	1.99
每股经营现金	2.87	2.42	2.90	2.94
每股净资产	8.41	9.00	10.86	11.65
P/E	13.96	12.12	12.32	11.51
P/B	2.72	2.54	2.11	1.96
EV/EBITDA	11.37	8.69	8.16	7.58
P/S	1.15	1.15	1.11	1.07

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn