

2024年04月30日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

35

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2024/4/29)	28.29
上证指数(2024/4/29)	3113.04
股价 12 个月高/低	29.92/25.2
总发行股数(百万)	6366.10
A 股数(百万)	6305.09
A 市值(亿元)	1783.71
主要股东	香港中央结算有限公司 (13.00%)
每股净值(元)	9.28
股价/账面净值	3.05
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.7 2.9 6.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-10-31	26.67	买进
2023-08-29	26.82	买进
2023-04-28	27.80	买进

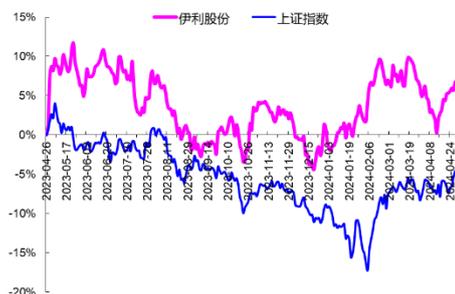
产品组合

液体乳	68.73%
奶粉及奶制品	22.17%
冷饮产品系列	8.59%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	17.9%
一般法人	26.0%

股价相对大盘走势



伊利股份(600887.SH)

BUY 买进

主业平稳，非经常性损益造成盈利波动

结论与建议：

业绩概要：

公告 2023 年实现营收 1261.8 亿，同比增 2.4%，录得净利润 104.3 亿，同比增 10.6%，扣非后净利润 100.3 亿，同比增 16.8%；4Q 实现营收 287.8 亿，同比下降 1.8%，录得净利润 10.5 亿，同比下降 23.5%，录得扣非后净利润 15.7 亿，同比增 56.5%。

24Q1 实现营收 325.8 亿，同比下降 2.6%，录得净利润 59.2 亿，同比增 63.8%，扣非后净利润 37.3 亿，同比增 12.4%。

分红方案：每 10 股派发现金股利 12 元，股息率为 4.2%

点评：

- 尽管面临不利的行业环境，23 年公司主业整体保持稳定。以品类来看，液体乳实现收入 855.4 亿，同比增 0.7%，奶粉及乳制品实现收入 276 亿，同比增 5%，冷饮实现收入 106.9 亿，同比增 11.7%，其他产品实现收入 6.3 亿，同比增 60.7%。4Q 液体乳、奶粉、冷饮及其他产品营收增速分别为-3.4%、1.9%、-16.9%及 95%，液体乳负增长主要受行业景气影响。以市场份额看，三方数据显示，公司液体乳、成人奶粉、冷饮业务市占率均稳居第一；婴幼儿配方奶粉零售额市占份额为 16.2%，较上年提升了 1.6 个百分点；奶酪业务线下渠道零售额市占份额约 16.9%，较上年提升了 0.6 个百分点。
- 量增是 2023 年收入增量的主要来源。从整体业务来看，价格调整导致收入减少 19.4 亿，产品结构升级增加 1.6 亿营收，销量上涨增加 48.5 亿营收。对应到毛利率来看，公司整体毛利率同比提升 0.3pcts，其中，乳品主业毛利率同比提升 0.35pcts 至 32.8%。费用方面，全年维持控费力度，期间费用率同比下降 0.88pcts，其中销售费用率同比下降 0.71pcts。
- 全年扣非后利润增速符合预期，扣非前后利润差异主要受资产减值损失影响，其中，存货跌价损失 12.2 亿，生物性资产减值损失 2.3 亿，固定资产减值损失 0.7 亿。
- 24Q1 收入增长不及预期，我们认为主要受行业竞争及景气低迷影响。受消费品走弱，公司主动对乳制品业务进行调整，春节后放慢出货节奏及出货量，以消化库存。其中，液体乳实现收入 202.6 亿，同比下降 6.8%，奶粉实现收入 74.3 亿，同比基本持平，冷饮实现收入 43.3 亿，同比增 14.2%，其他产品实现收入 2 亿，同比增 43.4%。
- 成本费用方面，受益原奶价格走低，Q1 综合毛利率同比提升 2pcts 至 36%；受销售费用率同比增加 1.38pcts 影响，期间费用率同比上升 1.04pcts，弱化毛利提升带来的正面影响。此外，Q1 公司以 26.5 亿出售昌吉盛新实业 95% 股权，带来额外利润。

-----接续下页-----

- 展望全年，我们预计收入端将呈温和增长。分业务看，H2 液奶供需关系预计有所改善，完成渠道梳理后，全年有望实现稳定增长；奶粉受益规模经济效应和产品结构优化，在龙年生育率改善的背景下有望呈现不错增长；冷饮受益行业整合，还有提升空间；此外，受益饮食多元化，公司于细分市场布局将更加深入。短期看，考虑奥运临近、文旅投入及渠道调整，营销费用将有所增加，但全年降本增效策略将继续推进，费效比预计有所提升。另一方面，公司披露拟以不超过 41.88 元/股（较当前股价溢价 48%）的价格回购注销公司股份，预计回购金额为 10 亿-20 亿，回购股份占总股份比例为 0.38%-0.75%，迭加 2023 年分红股息率达 4.2%，投资回报进一步优化。
- 预计 2024-2026 年将分别实现净利润 128.3 亿、140.4 亿和 152.5 亿，分别同比增 23%、9.5%和 8.6%，EPS 分别为 2.02 元、2.21 元和 2.40 元，当前股价对应 PE 分别为 14 倍、13 倍和 12 倍，估值合理，维持“买进”。
- 风险提示：终端动销不及预期，成本增长超预期，费用投入超预期

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	8705	9431	10429	12829	14044	15252
同比增减	%	22.98	8.34	10.58	23.02	9.47	8.60
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.43	1.48	1.64	2.02	2.21	2.40
同比增减	%	22.89	3.50	10.81	22.88	9.47	8.60
市盈率(P/E)	X	19.78	19.11	17.25	14.04	12.82	11.81
股利 (DPS)	RMB 元	0.96	1.04	1.20	1.45	1.59	1.72
股息率 (Yield)	%	3.39	3.68	4.24	5.13	5.61	6.10

【投资评等说明】
评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
	无法由基本面给予投资评等
中立 (Neutral)	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	110595	123171	126179	132810	144175	156721
经营成本	76417	83119	84789	88853	96019	104043
营业税金及附加	664	742	733	800	869	944
销售费用	19315	22908	22572	25153	26093	28541
管理费用	4227	5343	5154	5520	5892	6483
财务费用	-29	-255	-153	-652	-708	-770
资产减值损失	-427	-792	-1526	-778	-465	-541
投资收益	461	244	-31	2833	877	981
营业利润	10230	10860	11873	15136	16430	17841
营业外收入	58	61	230	130	120	135
营业外支出	176	291	382	336	260	275
利润总额	10112	10630	11721	14929	16289	17702
所得税	1380	1312	1437	2170	2386	2592
少数股东损益	27	-113	-144	-69	-141	-142
归属于母公司所有者的净利润	8705	9431	10429	12829	14044	15252

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	31742	33853	43372	46692	51017	56502
应收账款	1959	3088	3085	3393	3732	4106
存货	8917	14836	12512	13513	14594	15761
流动资产合计	50155	61463	69355	75597	83157	92304
长期股权投资	4210	4563	4408	4629	4860	5103
固定资产	29379	33735	35242	38238	41679	45639
在建工程	3736	3443	4337	4120	3996	3956
非流动资产合计	51807	69502	82265	85144	87273	88582
资产总计	101962	130965	151620	160742	170430	180886
流动负债合计	43296	62170	76860	81479	86648	92606
非流动负债合计	9875	14653	17440	18312	18861	19050
负债合计	53171	76822	94300	99791	105509	111656
少数股东权益	1083	3875	3781	3819	3857	3896
股东权益合计	47708	50268	53539	57131	61064	65334
负债及股东权益合计	101962	130965	151620	160742	170430	180886

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	15528	13420	18290	15273	17301	19590
投资活动产生的现金流量净额	-7797	-19514	-16044	-7969	-7209	-6269
筹资活动产生的现金流量净额	11945	8781	7258	-3984	-5767	-7836
现金及现金等价物净增加额	19647	2108	9624	3320	4325	5485

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。