

主业盈利改善，红利价值凸显

--2023 年报与 2024 年一季报点评

核心观点:

- 事件:** 4月29日,公司发布公告,23年营收1261.8亿元(同比+2.4%,下同),归母净利润104.3亿元(+10.6%),扣非归母净利润100.3亿元(+16.8%);24Q1,营收325.8亿元(-2.6%),归母净利润59.2亿元(+63.8%),扣非归母净利润37.3亿元(+8.0%)。2023年合计分红占归母净利润约80%,股息率约4.2%。公司拟回购10亿元~20亿元公司股票,回购价格上限41.88元/股,预计回购股份占总股本0.38%~0.75%。
- 23年营收平稳收官,24Q1复苏节奏偏慢。**23年:需求复苏节奏偏慢导致行业整体承压,公司体量较大但仍实现正增长,主要得益于1)婴粉新国标推行产生马太效应,公司市占率提升;2)金典产品升级与新品上市进展顺利;3)各品类相应进驻新渠道实现增长。**分产品**,23年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品收入855.4/276.0/106.9亿元,同比+0.7%/5.1%/11.7%,核心品类领跑行业。**分区域**,23年华北/华南/华中/华东/其他收入分别同比+2.2%/+5.7%/+8.1%/-8.2%/+5.2%,华东承压明显。**分渠道**,23年经销/直营收入1207.5/37.1亿元,同比+2.8%/1.5%,经销商19497家,同比减少2.1%。**24Q1:**总收入同比略有下降,主要受液体乳(同比-6.8%)拖累,原因为同期高基数+礼赠场景品类替代+需求景气度恢复有限,且公司为引领行业走出周期困境、长期健康发展,主动调整销售节奏;奶粉业务同比-0.2%,增速优于行业;冷饮业务同比+14.2%,环比提速,贡献主要增量。24Q1末经销商18431家,环比-5.5%。
- 原奶成本红利延续,盈利能力持续改善。**23全年:归母净利率为8.3%,同比+0.6pcts,扣非归母净利率同比+1.0pcts。全年具体拆分,毛利率同比+0.3pcts,主要得益于原奶成本下降,销售费用率同比-0.7pcts,主因公司精准规划广告营销费用,数字化能力提升与规模效应释放,对应毛销差同比+1.0pcts。**24Q1:**归母净利率为18.2%,同比+7.4pct,剔除出售煤矿处置收益等因素后,扣非归母净利率同比+1.5pcts。拆分来看,毛利率同比+2.0pcts,原奶成本红利延续,销售费用率同比+1.4pcts,主要系阶段性促销费用投放;毛销差同比改善0.6pcts,主动管控下展现有序竞争。
- 对外调整+对内提效,24年展现良性增长动能。**展望24年,公司主动梳理液体乳渠道,库存去化初见成效,预计24H2发货端企稳。利润端,原奶与包材成本红利将在24Q2延续,预计全年奶价仍有下行空间,同时公司广宣费用投放相对稳健,利润中枢或稳中有进。**中长期来看**,公司收入体量具有高稳定性与一定动能,存量赛道竞争力突出,渗透率稳步提高;增量市场受益于预先布局与品牌优势,成人营养品、冷饮等业务契合消费趋势,伴随渠道立体化建设,有望实现行业增长与份额提升双击。利润端,锚定25年净利率目标,数字化赋能+精益管控+品类结构升级长期提振利率上行;公司有望再次穿越周期,向全球领先乳企站位迈进。
- 投资建议:**引入2026年盈利预测,预计2024-2026年归母净利润同比+24.8%/-3.1%/+4.0%,PE为14/14/14X。考虑到公司作为乳品头部企业具备较强竞争力,长期盈利改善趋势明显,短期回购彰显信心,高分红率带来长期配置价值,维持“推荐”评级。
- 风险提示:**竞争超预期的风险,需求下滑的风险,食品安全风险。

伊利股份(600887)

推荐 (维持)

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

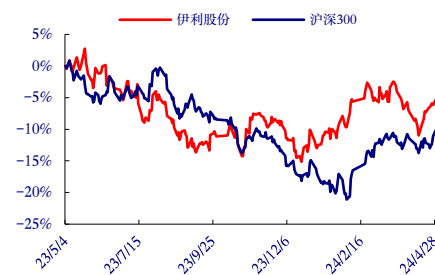
分析师登记编码: S0130522070002

市场数据

2024-04-30

股票代码	600887
A股收盘价(元)	28.61
上证指数	3,104.82
总股本万股	636,610
实际流通A股万股	630,509
流通A股市值(亿元)	1,804

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】伊利股份2023年三季度业绩点评: 成本回落与费用优化, 盈利能力显著改善

表1: 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	126179.46	130030.20	135130.02	140202.26
收入增长率%	2.44	3.05	3.92	3.75
净利润(百万元)	10428.54	13017.77	12619.30	13127.34
利润增速%	10.58	24.83	-3.06	4.03
毛利率%	32.58	33.61	32.74	32.65
摊薄 EPS(元)	1.64	2.04	1.98	2.06
PE	17.27	13.83	14.27	13.72
PB	3.36	2.72	2.29	2.14
PS	1.43	1.39	1.33	1.28

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	69355.38	92903.78	117948.54	135566.89	营业收入	126179.46	130030.20	135130.02	140202.26
现金	43371.54	63507.55	86865.56	101774.88	营业成本	84788.59	86323.24	90884.26	94423.38
应收账款	3084.67	3231.18	3336.23	3472.70	营业税金及附加	732.66	771.83	794.68	828.36
其它应收款	194.69	206.64	211.97	221.37	营业费用	22571.51	23535.47	24053.14	24956.00
预付账款	1480.05	1705.58	1691.08	1811.28	管理费用	5154.22	5331.24	5539.33	5748.29
存货	12511.78	14073.21	14114.03	15028.71	财务费用	-152.85	-225.64	-148.50	-275.73
其他	8712.65	10179.63	11729.67	13257.95	资产减值损失	-1525.70	-161.18	-227.85	-194.51
非流动资产	82264.87	85730.36	87648.34	89894.94	公允价值变动收益	278.19	289.12	303.58	318.75
长期投资	4408.37	4408.37	4408.37	4408.37	投资净收益	-31.09	113.20	42.12	28.04
固定资产	35242.17	36931.21	37359.21	37829.54	营业利润	11873.30	14725.37	14345.75	14891.30
无形资产	4729.16	6289.17	7109.75	8300.04	营业外收入	229.84	116.32	135.68	160.62
其他	37885.17	38101.61	38771.01	39356.99	营业外支出	381.96	127.56	266.73	258.75
资产总计	151620.25	178634.14	205596.88	225461.83	利润总额	11721.19	14714.13	14214.70	14793.16
流动负债	76859.80	91502.62	106020.44	120578.70	所得税	1436.88	1876.09	1769.79	1847.15
短期借款	39754.86	53334.10	66601.41	80024.69	净利润	10284.31	12838.04	12444.91	12946.02
应付账款	13798.87	15294.23	15446.61	16388.74	少数股东损益	-144.23	-179.73	-174.38	-181.32
其他	23306.08	22874.29	23972.42	24165.27	归属母公司净利润	10428.54	13017.77	12619.30	13127.34
非流动负债	17440.09	17340.04	17340.04	17340.04	EBITDA	16229.05	19460.52	19306.28	20211.67
长期借款	11705.40	11705.40	11705.40	11705.40	EPS (元)	1.64	2.04	1.98	2.06
其他	5734.70	5634.65	5634.65	5634.65					
负债合计	94299.90	108842.66	123360.48	137918.74	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	3781.03	3601.29	3426.91	3245.59	营业收入	2.44%	3.05%	3.92%	3.75%
归属母公司股东权益	53539.33	66190.19	78809.48	84297.51	营业利润	9.33%	24.02%	-2.58%	3.80%
负债和股东权益	151620.25	178634.14	205596.88	225461.83	归属母公司净利润	10.58%	24.83%	-3.06%	4.03%
					毛利率	32.58%	33.61%	32.74%	32.65%
					净利率	8.29%	10.01%	9.34%	9.36%
					ROE	19.48%	19.67%	16.01%	15.57%
					ROIC	9.00%	8.94%	7.37%	6.84%
					资产负债率	62.19%	60.93%	60.00%	61.17%
					净负债比率	24.95%	11.59%	-2.44%	-3.99%
					流动比率	0.90	1.02	1.11	1.12
					速动比率	0.61	0.74	0.86	0.88
					总资产周转率	0.89	0.79	0.70	0.65
					应收帐款周转率	40.74	41.18	41.15	41.18
					应付帐款周转率	5.70	5.93	5.91	5.93
					每股收益	1.64	2.04	1.98	2.06
					每股经营现金	2.87	2.59	3.02	3.03
					每股净资产	8.41	10.40	12.38	13.24
					P/E	17.27	13.83	14.27	13.72
					P/B	3.36	2.72	2.29	2.14
					EV/EBITDA	11.37	9.67	9.22	8.74
					PS	1.43	1.39	1.33	1.28

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	18290.36	16508.63	19229.39	19285.51
净利润	10284.31	12838.04	12444.91	12946.02
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	-113.20	-42.12	-28.04
营运资金变动	-90.09	-2423.21	-116.66	-1239.29
其它	1408.72	-100.76	73.46	-9.39
投资活动现金流	-16044.50	-8533.13	-7508.98	-8238.17
资本支出	-6892.60	-8738.32	-7389.25	-8091.65
长期投资	-9331.12	-187.28	-161.85	-174.56
其他	179.22	392.46	42.12	28.04
筹资活动现金流	7258.48	12162.40	11637.60	3861.99
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	-1416.84	-1629.71	-9561.29
现金净增加额	9623.65	20136.00	23358.01	14909.32

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究院

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，本报告清晰准确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，食品饮料行业分析师：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，重点覆盖非酒板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品与零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深挖行业投资价值。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	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	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
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn