

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

买入 (维持)

2024 年 05 月 02 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 周韵

执业证书: S0600122080088

zhouyun@dwzq.com.cn

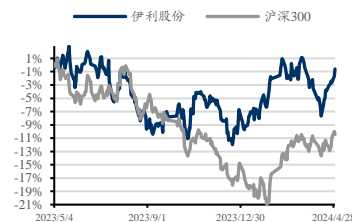
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	123,171	126,179	130,253	136,636	143,124
同比 (%)	11.37	2.44	3.23	4.90	4.75
归母净利润 (百万元)	9,431	10,429	13,062	12,211	13,510
同比 (%)	8.34	10.58	25.26	(6.51)	10.64
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.48	1.64	2.05	1.92	2.12
P/E (现价&最新摊薄)	19.31	17.46	13.94	14.91	13.48

关键词: #业绩符合预期 #大比例分红

投资要点

- **公司发布 2023 年报和 2024 年一季报:** 2023 年公司营业总收入 1261.8 亿, 同比+2.4%; 归母净利润 104.3 亿, 同比+10.6%; 扣非归母净利润 100.3 亿, 同比+16.8%。2024Q1 公司营业总收入 325.8 亿元, 同比-2.6%; 归母净利润 59.23 亿元, 同比+63.8%; 扣非归母净利润 37.3 亿元, 同比+7.97%。收入低于预期, 利润符合预期。
- **淡季去库存导致 24Q1 液奶疲软, 产品结构持续升级。** 2023 年/2024Q1 液奶收入分别同比+0.7%/-6.8%。我们预计 2023 年金典收入同比增速快于基础白, 安慕希较为疲软。24Q1 液奶疲软预计主因春节过后大日期产品较多, 公司主动去库存, 预计 24Q1 白奶表现好于酸奶, 金典好于基础白, 产品结构持续升级。
- **23 年成人粉稳健, 婴配粉承压。** 2023 年/2024Q1 公司奶粉及奶制品收入分别同比+5.1%/-0.2%。我们预计 23 年成人粉同比增长双位数; 受出生人口下降+渠道调整影响, 主品牌婴配粉 23 年及 24Q1 表现相对疲软。未来随着出生人口数量回升+行业内小品牌出清结束, 公司婴配粉有望重回增长轨道。
- **成本红利推动毛利率改善, 毛销差持续优化。** 2023 年/2024Q1 公司毛利率分别同比+0.3/+2pct, 毛利率提升预计主因成本红利推动液奶毛利率改善, 23 年液奶/奶粉及奶制品/冷饮毛利率分别同比+1.25/-2.92/-0.03pct, 其中液奶销量/吨价/吨成本分别同比+2%/-1.4%/-3%。23 年/24Q1 公司销售费用率同比-0.7/+1.4pct, 2023 年公司积极控费, 24Q1 销售费用率提升预计主因渠道调整投入增加。综合来看 23 年/24Q1 公司毛销差分别同比+1.04/+0.6pct, 毛销差改善显著。
- **23 年净利率提升超预期, 24Q1 出售煤炭资产增厚利润。** 23 年资产减值损失 15.3 亿元, 其中因奶价下跌导致奶牛市价下降带来的生物资产减值计提 2.34 亿元, 大包粉等存货减值计提 12.2 亿元。资产减值损失增加不改公司净利率提升趋势, 23 年公司归母净利率/扣非归母净利率分别同比+0.6/+1pct, 净利率提升超预期。24Q1 公司实现投资净收益 25.8 亿元, 预计主因 24Q1 公司出售煤炭资产。投资净收益增加+毛利率改善, 24Q1 公司归母净利率/扣非归母净利率同比+7.4/+1.1pct。
- **分红率提升+注销回购, 持续提升股东回报。** 2024 年公司计划营业总收入 1300 亿元、同比+3%, 利润总额 147 亿元、同比+25.4%, 经营指引明确。2023 年报宣布现金分红 76.4 亿元, 分红率提升到 73%, 同时公司公告拟以自有资金回购 10-20 亿元 (占公告日总股本 0.38%-0.75%) 用于注销。基于 23 年归母净利润和分红率 73%测算, 2024 年 4 月 30 日股价对应股息率 4.2%, 未来随着回购逐步落地, 股东回报有望持续提升。
- **盈利预测与投资评级:** 公司 23 年及 24Q1 收入疲软但利润符合预期, 下调公司 24-26 年收入预期为 1303/1366/1431 亿元 (此前 24-25 年预期为 1390/1502 亿元), 同比+3.23%/+4.9%/+4.75%, 调整 24-26 年归母净利润预期为 131/122/135 亿元 (此前 24-25 年预期为 119/136 亿元), 同比+25%/-6.5%/+11%, 对应 24-26 年 PE 分别为 14/15/13x, 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.61
一年最低/最高价	25.20/31.00
市净率(倍)	3.08
流通 A 股市值(百万元)	180,388.74
总市值(百万元)	182,134.08

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.28
资产负债率(% ,LF)	60.95
总股本(百万股)	6,366.10
流通 A 股(百万股)	6,305.09

相关研究

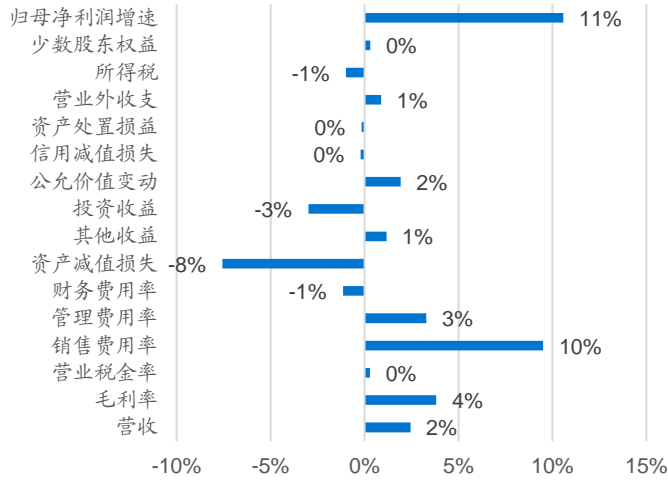
《伊利股份(600887): 2023 年三季报业绩点评: 利润超预期, 低估值高股息看好价值回归》

2023-11-01

《伊利股份(600887): 2023 半年度业绩点评: 需求弱复苏, 静待改善》

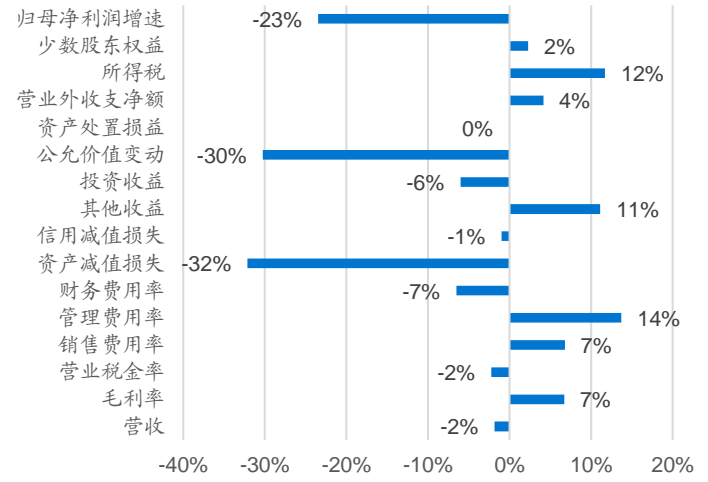
2023-08-29

图1：2023年伊利股份归母净利润增速贡献拆分



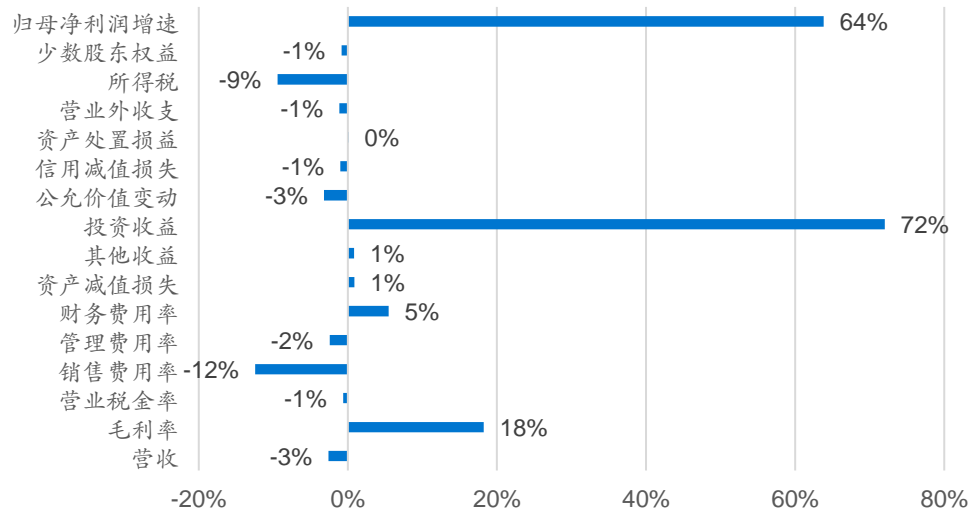
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023Q4 伊利股份归母净利润增速贡献拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2024Q1 伊利股份归母净利润增速贡献拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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
流动资产	69,355	83,186	90,432	99,068	营业总收入	126,179	130,253	136,636	143,124
货币资金及交易性金融资产	43,383	58,021	66,158	74,598	营业成本(含金融类)	84,789	87,425	91,364	95,244
经营性应收款项	4,785	4,864	4,892	4,926	税金及附加	733	753	790	827
存货	12,512	11,412	10,232	10,136	销售费用	22,572	23,348	24,329	25,299
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,154	5,321	5,446	5,704
其他流动资产	8,675	8,889	9,149	9,409	研发费用	850	942	953	998
非流动资产	82,265	83,244	84,263	85,040	财务费用	(153)	(86)	(159)	(160)
长期股权投资	4,408	4,608	4,808	5,008	加:其他收益	1,098	947	994	1,041
固定资产及使用权资产	35,763	37,696	39,171	40,245	投资净收益	(31)	2,494	34	36
在建工程	4,337	3,291	2,457	1,782	公允价值变动	278	120	110	100
无形资产	4,729	4,727	4,725	4,723	减值损失	(1,686)	(1,110)	(830)	(680)
商誉	5,160	5,110	5,060	5,010	资产处置收益	(21)	(24)	(27)	(29)
长期待摊费用	148	248	348	448	营业利润	11,873	14,977	14,194	15,679
其他非流动资产	27,719	27,563	27,693	27,823	营业外净收支	(152)	(230)	(230)	(230)
资产总计	151,620	166,430	174,695	184,108	利润总额	11,721	14,747	13,964	15,449
流动负债	76,860	76,653	78,181	80,412	减:所得税	1,437	1,814	1,718	1,900
短期借款及一年内到期的非流动负债	42,190	43,529	44,529	45,529	净利润	10,284	12,933	12,246	13,549
经营性应付款项	17,487	15,299	15,100	15,609	减:少数股东损益	(144)	(129)	35	39
合同负债	8,696	9,085	9,530	9,983	归属母公司净利润	10,429	13,062	12,211	13,510
其他流动负债	8,487	8,740	9,021	9,291	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.64	2.05	1.92	2.12
非流动负债	17,440	19,890	22,440	24,990	EBIT	11,798	14,661	13,805	15,290
长期借款	11,705	14,105	16,505	18,905	EBITDA	16,229	18,488	17,879	19,606
应付债券	3,541	3,641	3,741	3,841	毛利率(%)	32.58	32.64	32.89	33.21
租赁负债	238	288	338	388	归母净利率(%)	8.29	10.06	8.97	9.47
其他非流动负债	1,956	1,856	1,856	1,856	收入增长率(%)	2.44	3.23	4.90	4.75
负债合计	94,300	96,544	100,621	105,402	归母净利润增长率(%)	10.58	25.26	(6.51)	10.64
归属母公司股东权益	53,539	66,235	70,387	74,980					
少数股东权益	3,781	3,652	3,687	3,725					
所有者权益合计	57,320	69,887	74,073	78,706					
负债和股东权益	151,620	166,430	174,695	184,108					

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	14,891	19,193	20,561	每股净资产(元)	8.41	10.40	11.06	11.78
投资活动现金流	(16,044)	(2,631)	(5,373)	(5,373)	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	2,260	(5,792)	(6,849)	ROIC(%)	9.86	10.43	8.95	9.36
现金净增加额	9,624	14,518	8,028	8,339	ROE-摊薄(%)	19.48	19.72	17.35	18.02
折旧和摊销	4,431	3,827	4,074	4,316	资产负债率(%)	62.19	58.01	57.60	57.25
资本开支	(6,893)	(4,904)	(4,907)	(4,909)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.46	13.94	14.91	13.48
营运资本变动	(90)	(1,838)	640	405	P/B(现价)	3.40	2.75	2.59	2.43

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>