

# 伊利股份 (600887.SH)

买入 (维持评级)

## 全年经营仍稳健，回购彰显公司发展信心

当前价格: 28.61元

### 投资要点:

#### 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

2023 年公司营业总收入 1261.79 亿元，同比增长 2.4%；归母净利润 104.29 亿元，同比增长 10.6%。单四季度来看，2023Q4 营业收入 287.75 亿元，同比变动-1.8%；归母净利润 10.48 亿元，同比变动-23.5%。23 年收入端增长不及预期。2024 年一季报显示，24Q1 公司营业总收入 325.77 亿元，同比变动-2.6%；归母净利润 59.23 亿元，同比增长 63.8%。考虑到春节错配影响，我们测算 23Q4+24Q1 营收/归母净利/扣非净利分别为 613.52/69.71/53.00 亿元，同比变动-2.2%/39.8%/22.6%。

#### 液奶收入承压，公司积极优化渠道。

23 年公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品营收分别为 855.40 / 275.98 / 106.88 / 6.34 亿元，同比增长 0.7%/5.1%/11.7%/60.7%，毛利率分别为 30.4%/38.1%/38.5%/18.3%，同比变动 1.25/-2.92/-0.03/-3.22pcts；23Q4+24Q1 来看，营收分别为 403.70 / 151.04 / 46.38 / 3.61 亿元，同比变动-5.2%/0.9%/11.5%/62.9%，液奶承压，但公司液体乳零售份额等多项细分品类仍稳居行业第一，整体业绩稳居行业领导地位，预计后续能够快速调整、恢复增长。同时，公司加速布局“大健康”产业，金典 A2β 酪蛋白、安慕希益生菌酸奶等为代表的创新性产品，其收入占比达 16.8%。

#### 回购彰显管理层信心，分红率预计维持在 70%以上

24Q1 公司销售费用率及管理费用率同比提升 1.4/0.3pcts，主要系春节备货所致；毛利率/净利率分别为 35.8%/18.2%，同比增长 2/7.4pcts，净利率增长主要系公司转让煤炭资产带来投资收益增量所致。分红方面，2023 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 12 元（含税），按照 4.29 收盘价计，股息率为 4.24%，同比增长 0.57pcts。同时预计公司回购股份完成后，依照回购价格上限测算股息率在 4.26%~4.27%之间，同比增长 0.58~0.60pcts。

#### 盈利预测与投资建议

考虑到 24 年液奶仍有一定竞争，预计需求的环比改善将带来行业格局逐步好转，同时公司积极优化渠道，24 年虽承压预计为后续液奶增长优化打下基础，结合 24Q1 公司转让煤炭资产带来净利润增量，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 130.74/124.97/140.51 亿元，同比增长 25.4%/-4.4%/12.4%（2024-2025 年前值为 116.38/132.14 亿元），对应 EPS2.05/1.96/2.21 元/股，PE13.8x/14.4x/12.8x。维持买入评级。

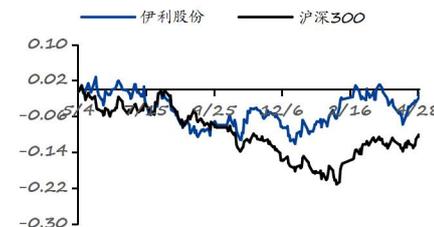
#### 风险提示

行业促销竞争加剧；终端需求不及预期；食品安全事件；海外市场扩张不及预期的风险。

### 基本数据

|               |                   |
|---------------|-------------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 6,366.10/6,305.09 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 180,388.74        |
| 每股净资产(元)      | 9.28              |
| 资产负债率(%)      | 60.95             |
| 一年内最高/最低价(元)  | 31.00/25.20       |

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)  
lc30103@hfzq.com.cn  
分析师: 张东雪(S0210523060001)  
zdx30145@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、寡头竞争差异化加速，千亿伊利剑指全球——2024.02.02

| 财务数据和估值   | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 122,698 | 125,758 | 129,907 | 138,704 | 148,182 |
| 增长率       | 11%     | 2%      | 3%      | 7%      | 7%      |
| 净利润(百万元)  | 9,431   | 10,429  | 13,074  | 12,497  | 14,051  |
| 增长率       | 8%      | 11%     | 25%     | -4%     | 12%     |
| EPS(元/股)  | 1.48    | 1.64    | 2.05    | 1.96    | 2.21    |
| 市盈率(P/E)  | 19.1    | 17.3    | 13.8    | 14.4    | 12.8    |
| 市净率(P/B)  | 3.6     | 3.4     | 3.0     | 2.9     | 2.7     |

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

| 单位:百万元         | 2023A          | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金           | 43,372         | 44,802         | 47,836         | 51,105         |
| 应收票据及账款        | 3,305          | 2,734          | 3,069          | 3,440          |
| 预付账款           | 1,480          | 2,379          | 3,429          | 4,597          |
| 存货             | 12,512         | 12,270         | 13,396         | 14,865         |
| 合同资产           | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 其他流动资产         | 8,687          | 5,501          | 5,910          | 6,212          |
| 流动资产合计         | 69,355         | 67,686         | 73,641         | 80,219         |
| 长期股权投资         | 4,408          | 4,408          | 4,408          | 4,408          |
| 固定资产           | 35,242         | 37,245         | 39,021         | 40,598         |
| 在建工程           | 4,329          | 4,329          | 3,679          | 2,979          |
| 无形资产           | 4,729          | 5,256          | 5,731          | 6,158          |
| 商誉             | 5,160          | 5,160          | 5,160          | 5,160          |
| 其他非流动资产        | 28,396         | 28,371         | 28,353         | 28,339         |
| 非流动资产合计        | 82,265         | 84,770         | 86,353         | 87,642         |
| <b>资产合计</b>    | <b>151,620</b> | <b>152,456</b> | <b>159,994</b> | <b>167,862</b> |
| 短期借款           | 39,755         | 33,125         | 32,238         | 29,496         |
| 应付票据及账款        | 14,840         | 14,804         | 15,730         | 16,734         |
| 预收款项           | 2,647          | 912            | 1,298          | 1,849          |
| 合同负债           | 8,696          | 9,242          | 9,845          | 10,435         |
| 其他应付款          | 2,529          | 2,529          | 2,529          | 2,529          |
| 其他流动负债         | 8,393          | 8,551          | 9,001          | 9,607          |
| 流动负债合计         | 76,860         | 69,161         | 70,640         | 70,650         |
| 长期借款           | 11,705         | 14,514         | 17,799         | 20,903         |
| 应付债券           | 3,541          | 3,541          | 3,541          | 3,541          |
| 其他非流动负债        | 2,193          | 2,193          | 2,193          | 2,193          |
| 非流动负债合计        | 17,440         | 20,249         | 23,533         | 26,638         |
| <b>负债合计</b>    | <b>94,300</b>  | <b>89,410</b>  | <b>94,173</b>  | <b>97,288</b>  |
| 归属母公司所有者权益     | 53,539         | 59,446         | 62,393         | 67,340         |
| 少数股东权益         | 3,781          | 3,600          | 3,427          | 3,233          |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>57,320</b>  | <b>63,046</b>  | <b>65,820</b>  | <b>70,573</b>  |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>151,620</b> | <b>152,456</b> | <b>159,994</b> | <b>167,862</b> |

现金流量表

| 单位:百万元         | 2023A          | 2024E          | 2025E         | 2026E         |
|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>18,290</b>  | <b>18,026</b>  | <b>16,998</b> | <b>18,717</b> |
| 现金收益           | 13,990         | 18,241         | 17,886        | 19,741        |
| 存货影响           | 2,324          | 242            | -1,127        | -1,469        |
| 经营性应收影响        | 1,824          | 898            | -460          | -813          |
| 经营性应付影响        | 250            | -1,772         | 1,312         | 1,555         |
| 其他影响           | -98            | 417            | -613          | -298          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-16,044</b> | <b>-4,277</b>  | <b>-6,017</b> | <b>-5,833</b> |
| 资本支出           | -6,780         | -7,020         | -6,367        | -6,314        |
| 股权投资           | 154            | 0              | 0             | 0             |
| 其他长期资产变化       | -9,419         | 2,743          | 350           | 481           |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>7,258</b>   | <b>-12,318</b> | <b>-7,948</b> | <b>-9,615</b> |
| 借款增加           | 16,874         | -3,822         | 2,398         | 362           |
| 股利及利息支付        | -8,416         | -11,732        | -11,325       | -12,511       |
| 股东融资           | 162            | 0              | 0             | 0             |
| 其他影响           | -1,361         | 3,236          | 979           | 2,534         |

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

利润表

| 单位:百万元          | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入            | 125,758       | 129,907       | 138,704       | 148,182       |
| 营业成本            | 84,789        | 86,659        | 91,559        | 96,871        |
| 税金及附加           | 733           | 765           | 825           | 878           |
| 销售费用            | 22,572        | 23,253        | 24,689        | 26,228        |
| 管理费用            | 5,154         | 5,326         | 5,826         | 6,520         |
| 研发费用            | 850           | 909           | 1,110         | 1,185         |
| 财务费用            | -574          | 857           | 797           | 874           |
| 信用减值损失          | -160          | -63           | -120          | -115          |
| 资产减值损失          | -1,526        | -1,226        | -926          | -726          |
| 公允价值变动收益        | 278           | 166           | 165           | 176           |
| 投资收益            | -31           | 2,852         | 364           | 364           |
| 其他收益            | 1,098         | 1,098         | 898           | 698           |
| <b>营业利润</b>     | <b>11,873</b> | <b>14,944</b> | <b>14,259</b> | <b>16,001</b> |
| 营业外收入           | 230           | 116           | 136           | 161           |
| 营业外支出           | 382           | 283           | 319           | 328           |
| <b>利润总额</b>     | <b>11,721</b> | <b>14,777</b> | <b>14,076</b> | <b>15,834</b> |
| 所得税             | 1,437         | 1,884         | 1,753         | 1,977         |
| <b>净利润</b>      | <b>10,284</b> | <b>12,893</b> | <b>12,324</b> | <b>13,857</b> |
| 少数股东损益          | -144          | -181          | -173          | -194          |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>10,429</b> | <b>13,074</b> | <b>12,497</b> | <b>14,051</b> |
| EPS (按最新股本摊薄)   | 1.64          | 2.05          | 1.96          | 2.21          |

主要财务比率

|                 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 2.5%  | 3.3%  | 6.8%  | 6.8%  |
| EBIT 增长率        | 12.6% | 40.3% | -4.9% | 12.3% |
| 归母公司净利润增长率      | 10.6% | 25.4% | -4.4% | 12.4% |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 32.6% | 33.3% | 34.0% | 34.6% |
| 净利率             | 8.2%  | 9.9%  | 8.9%  | 9.4%  |
| ROE             | 18.2% | 20.7% | 19.0% | 19.9% |
| ROIC            | 14.6% | 20.0% | 18.0% | 19.0% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 62.2% | 58.6% | 58.9% | 58.0% |
| 流动比率            | 0.9   | 1.0   | 1.0   | 1.1   |
| 速动比率            | 0.7   | 0.8   | 0.9   | 0.9   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 0.9   |
| 应收账款周转天数        | 9     | 8     | 8     | 8     |
| 存货周转天数          | 58    | 51    | 50    | 53    |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 1.64  | 2.05  | 1.96  | 2.21  |
| 每股经营现金流         | 2.87  | 2.83  | 2.67  | 2.94  |
| 每股净资产           | 8.41  | 9.34  | 9.80  | 10.58 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| P/E             | 17    | 14    | 14    | 13    |
| P/B             | 3     | 3     | 3     | 3     |
| EV/EBITDA       | 91    | 70    | 72    | 65    |

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别   | 评级   | 评级说明                               |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上       |
|      | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间   |
|      | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn