

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

伊利股份 (600887)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师  
执业编号: S1500520110001  
联系电话: 13392190215  
邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 收入短期承压，红利坚定信心

2024年5月3日

**事件：伊利发布 2023 年报及 2024 年一季报。**2023 年，公司实现营收 1262 亿元，同比+2.44%；归母净利润 104.29 亿元，同比+10.58%；扣非归母净利润 100.26 亿元，同比+16.78%。其中，23Q4 实现营收 288 亿元，同比-1.82%；归母净利润 10.48 亿元，同比-23.47%；扣非归母净利润 15.73 亿元，同比+56.49%。24Q1，公司实现营收 326 亿元，同比-2.58%；归母净利润 59.23 亿元，同比+63.84%；扣非归母净利润 37.28 亿元，同比+12.39%。

## 点评：

- **23 年收入稳健增长，24Q1 收入端承压。**2023 年，在宏观需求慢复苏及春节两头不靠的情况下，收入端依旧实现稳健增长。分产品看，液态乳呈现复苏态势，全年收入同比+0.72%；奶粉及奶制品业务依靠成人粉板块的迅猛增势，全年收入同比+5.10%；冷饮业务持续维持高增态势，全年收入同比+11.72%。具体到 23Q4，受 22Q4 春节备货基数较高影响，液态乳业务收入同比-3.44%；奶粉及奶制品业务持续复苏，收入同比+1.91%；冷饮业务冬季销售较少，收入同比-16.84%。24Q1，受消费需求复苏仍然偏慢的影响，公司收入端出现负增长。其中，液态乳业务收入承压，收入同比-6.81%；奶粉及奶制品业务收入表现平稳，同比-0.20%；冷饮业务延续快速增长趋势，收入同比+14.20%。
- **23 年利润率目标超额达成，24Q1 因投资收益利润大幅增厚。**2023 年，公司整体毛利率达 32.58%，同比提升+0.32pct，具体到产品端，主要系液态乳的毛利率提升所导致，而其毛利率上升主要由成本端的下降所致。费用端，公司持续降本增效，压缩费用率，销售费用率和管理费用率均有不同程度的下降，使得公司在资产减值损失占比较 2022 年同期更高的情况下，归母净利润率提升达 60bp，超额完成全年利润率提升目标。24Q1，公司毛利率达 35.79%，同比+2.02pct，我们推测系奶价持续下跌和产品品类结构提升所导致。尽管销售费用率和管理费用率同比小幅提升，但出售昌吉盛新所带来的投资收益使利润大幅增厚，剔除该项收益后的扣非归母净利润率达 11.44%，同比+1.52pct。
- **龙头地位稳固，把握创新、效率和新赛道。**尽管宏观需求短期出现波动，但公司在各赛道的龙头地位在 2023 年进一步夯实。2023 年，公司液态奶业务规模和市场份额均稳居市场第一；整体奶粉销量也已越居中国市场第一；冷饮则连续 29 年稳居市场第一。2023 年，公司大力投入创新，一方面在前瞻性技术上发力，创新性产品收入占比提升至 16.8%；另一方面推动全产业链数智化转型，公司全链条运营效率得到大幅提升。此外，公司加速全生命周期大健康产业布局，将奶粉

业务分立为成人营养品事业部、婴幼儿营养品事业部，为全生命周期营养健康新赛道做好铺垫和准备。

- **展望 24 年：稳中求进。** 尽管步伐较慢，但乳制品消费复苏的预期仍然乐观。在此基础上，公司预计今年收入有望实现 1300 亿，同比 +3.03%；利润总额 147 亿元，同比+25.41%；剔除出售昌吉盛新利润后，利润总额 121.21 亿元，同比+3.41%，整体基调稳中有进。
- **高分红叠加回购，坚定投资者信心。** 公司同时公告，拟每股派发现金红利人民币 1.2 元（含税），占 23 年归母净利润比例为 73.25%，股利支付率同比提升。同时，公司计划以 10-20 亿元自有资金通过集中竞价交易方式对股票进行回购并注销，增强投资者信心，提高投资者回报。
- **盈利预测与投资评级：复苏依旧乐观，把握底部机遇。** 尽管乳制品消费短期内出现波动，但我们对其复苏趋势依旧乐观。根据我们的研究，人均乳制品消费量与人均 GDP 有正相关关系，而我国人均 GDP 增速仍然处于中个位数区间。我们有理由相信中国乳制品消费有望在中长期进一步提升。同时，公司股息率当前已达 4.19%，处于近十年来高位，市盈率（TTM）估值也已达近十年来底部区间，叠加公司积极回购，底部特征明显。我们预计 2024-2026 年 EPS 为 2.00/1.91/2.12 元，对应 2024-2026 年 14X/15X/13X PE，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧**

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	123,171	126,179	130,188	135,740	142,342
增长率 YoY %	11.4%	2.4%	3.2%	4.3%	4.9%
归属母公司净利润 (百万元)	9,431	10,429	12,748	12,141	13,502
增长率 YoY%	8.3%	10.6%	22.2%	-4.8%	11.2%
毛利率%	32.5%	32.8%	33.3%	33.5%	33.6%
净资产收益率 ROE%	18.8%	19.5%	19.5%	15.7%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	1.48	1.64	2.00	1.91	2.12
市盈率 P/E(倍)	20.95	16.31	14.29	15.00	13.49
市净率 P/B(倍)	3.93	3.18	2.79	2.35	2.00

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	61,463	69,355	78,211	87,987	98,941	
货币资金	33,853	43,372	53,065	64,303	74,510	
应收票据	162	220	178	186	195	
应收账款	3,088	3,085	3,032	2,231	2,340	
预付账款	1,834	1,480	1,736	1,804	1,891	
存货	14,836	12,512	11,565	10,821	11,357	
其他	7,690	8,687	8,635	8,641	8,648	
<b>非流动资产</b>	69,502	82,265	86,371	90,820	95,797	
长期股权投资	4,563	4,408	4,408	4,408	4,408	
固定资产	33,735	35,242	39,837	44,676	49,748	
无形资产	4,648	4,729	4,829	4,929	5,029	
其他	26,556	37,885	37,297	36,807	36,611	
<b>资产总计</b>	130,965	151,620	164,582	178,807	194,737	
<b>流动负债</b>	62,170	76,860	77,247	78,576	80,266	
短期借款	26,799	39,755	40,000	40,000	40,000	
应付票据	881	1,041	364	378	396	
应付账款	15,926	13,799	15,932	16,558	17,356	
其他	18,563	22,265	20,951	21,640	22,514	
<b>非流动负债</b>	14,653	17,440	18,340	19,240	20,140	
长期借款	9,298	11,705	12,605	13,505	14,405	
其他	5,354	5,735	5,735	5,735	5,735	
<b>负债合计</b>	76,822	94,300	95,587	97,817	100,406	
少数股东权益	3,875	3,781	3,629	3,483	3,322	
归属母公司股东权益	50,268	53,539	65,367	77,507	91,009	
<b>负债和股东权益</b>	130,965	151,620	164,582	178,807	194,737	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	123,171	126,179	130,188	135,740	142,342	
同比	11.4%	2.4%	3.2%	4.3%	4.9%	
归属母公司净利润	9,431	10,429	12,748	12,141	13,502	
同比	8.3%	10.6%	22.2%	-4.8%	11.2%	
毛利率(%)	32.5%	32.8%	33.3%	33.5%	33.6%	
ROE%	18.8%	19.5%	19.5%	15.7%	14.8%	
EPS(摊薄)(元)	1.48	1.64	2.00	1.91	2.12	
P/E	20.95	16.31	14.29	15.00	13.49	
P/B	3.93	3.18	2.79	2.35	2.00	
EV/EBITDA	14.13	11.37	10.59	10.38	8.98	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	123,171	126,179	130,188	135,740	142,342	
营业成本	83,119	84,789	86,793	90,206	94,551	
营业税金及附加	742	733	781	814	854	
销售费用	22,908	22,572	23,889	24,433	25,195	
管理费用	5,343	5,154	5,650	5,973	6,121	
研发费用	822	850	872	909	954	
财务费用	-255	-153	436	258	24	
减值损失合计	-792	-1,526	-790	-290	-290	
<b>投资净收益</b>	244	-31	2,864	326	342	
其他	916	1,195	976	1,018	1,068	
<b>营业利润</b>	10,860	11,873	14,816	14,200	15,764	
营业外收支	-230	-152	-170	-251	-251	
<b>利润总额</b>	10,630	11,721	14,646	13,948	15,513	
所得税	1,312	1,437	2,050	1,953	2,172	
<b>净利润</b>	9,318	10,284	12,596	11,996	13,341	
少数股东损益	-113	-144	-152	-145	-161	
<b>归属母公司净利润</b>	9,431	10,429	12,748	12,141	13,502	
EBITDA	14,540	16,229	17,738	17,112	18,731	
EPS(当年)(元)	1.48	1.64	2.00	1.91	2.12	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	13,420	18,290	15,742	20,071	20,019	
净利润	9,318	10,284	12,596	11,996	13,341	
折旧摊销	4,068	4,431	2,504	2,761	3,034	
财务费用	1,377	2,225	2,367	2,607	2,802	
投资损失	-244	31	-2,864	-326	-342	
营运资金变动	-1,813	-90	180	2,492	642	
其它	714	1,409	960	541	541	
<b>投资活动现金流</b>	-19,514	-16,044	-3,906	-7,126	-7,910	
资本支出	-5,950	-6,893	-6,770	-7,451	-8,251	
长期投资	-13,429	-9,331	0	0	0	
其他	-135	179	2,864	326	342	
<b>筹资活动现金流</b>	8,781	7,258	-2,143	-1,707	-1,902	
吸收投资	166	162	-921	0	0	
借款	245,566	285,354	1,145	900	900	
支付利息或股息	-7,500	-8,416	-2,367	-2,607	-2,802	
<b>现金流净增加额</b>	2,108	9,624	9,693	11,238	10,206	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。