

伊利股份 (600887.SH) 营收承压，净利率提升

2024年05月03日

——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
张宇光（分析师）
叶松霖（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060001

日期	2024/4/30
当前股价(元)	28.61
一年最高最低(元)	31.00/25.20
总市值(亿元)	1,821.34
流通市值(亿元)	1,803.89
总股本(亿股)	63.66
流通股本(亿股)	63.05
近3个月换手率(%)	37.33

● 成本下行毛利率改善，盈利能力可提升，维持“买入”评级

伊利股份2023年实现营收1257.6亿元，同比增2.5%；归母净利104.3亿元，同比增10.6%。2023Q4营收287.7亿元，同比降1.8%；归母净利10.5亿元，同比降23.5%。2024Q1营收325.8亿元，同比降2.6%；归母净利59亿元，同比增63.8%。由于处置资产有投资收益，我们上调2024-2025年盈利预测，预计2024-2025年归母净利为130.1、123.6亿元（前值119.8、134.1亿元），并新增2026年归母净利预测为137.6亿元，EPS为2.04、1.94、2.16元，当前股价对应PE为14.0、14.7、13.2倍。公司多业务布局，长期看盈利能力可稳步提升，维持“买入”评级。

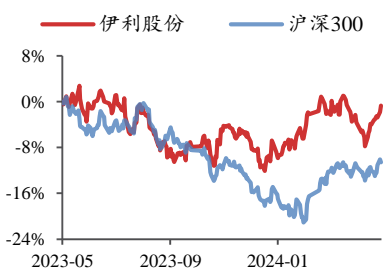
● 液态奶终端需求较弱，营收承压

2023年公司液态奶同比增0.72%，其中高端白奶产品表现较好，金典有机纯牛奶零售额同比双位数增长。2024Q1公司液态奶、奶粉、冷饮业务分别同比-6.8%/-0.2%/+14.2%。终端需求偏弱，礼赠产品多元化下，公司主动控制出货节奏，进行渠道调整，液奶收入下滑。展望全年，随着渠道调整改善，后续液态奶仍可稳步增长，预计全年可完成1300亿元的目标。

● 公司净利率持续提升

2024Q1净利率同比增7.5pct至18.3%，其中转让子公司股权下投资收益高达25.8亿元。2024Q1扣非净利率同比增1.5pct至11.5%，主因成本下行毛利率同比增2pct。展望2024年，预计毛利率仍可改善：（1）原奶成本稳中略降，预计行业竞争仍较为理性；（2）产品及业务结构持续优化。渠道调整期间销售费率或略有提升，但广告等费用投放预计平稳，预计公司可达成147亿元的利润总额目标。公司2023年分红率为73.25%，股息率约4.5%，且领先优势稳固，后续净利率持续提升，分红率提升可期。

● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

- 《液态奶逐季改善，利润率持续提升——公司信息更新报告》-2023.11.16
- 《液态奶逐渐恢复，领先优势稳固——公司信息更新报告》-2023.8.30

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	122,698	125,758	131,841	137,895	143,114
YOY(%)	11.4	2.5	4.8	4.6	3.8
归母净利润(百万元)	9,431	10,429	13,012	12,356	13,759
YOY(%)	8.3	10.6	24.8	-5.0	11.4
毛利率(%)	32.3	32.6	33.5	33.7	33.8
净利率(%)	7.7	8.3	9.9	9.0	9.6
ROE(%)	17.2	17.9	18.3	14.8	14.1
EPS(摊薄/元)	1.48	1.64	2.04	1.94	2.16
P/E(倍)	19.3	17.5	14.0	14.7	13.2
P/B(倍)	3.6	3.4	2.7	2.3	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	61463	69355	71943	73229	82945
现金	33853	43372	45469	49152	55280
应收票据及应收账款	3250	3305	0	0	0
其他应收款	200	195	219	214	235
预付账款	1834	1480	1994	1640	2131
存货	14836	12512	15769	13732	16807
其他流动资产	7490	8492	8492	8492	8492
非流动资产	69502	82265	84207	83202	81708
长期投资	4563	4408	6834	6759	6660
固定资产	35511	36901	36176	35203	33725
无形资产	4648	4729	5286	5814	6437
其他非流动资产	24780	36227	35911	35425	34886
资产总计	130965	151620	156151	156431	164653
流动负债	62170	76860	71691	63016	61002
短期借款	26799	39755	50768	39755	39755
应付票据及应付账款	16807	14840	0	0	0
其他流动负债	18563	22265	20922	23261	21247
非流动负债	14653	17440	14307	11077	7745
长期借款	12781	15247	12114	8884	5551
其他非流动负债	1872	2193	2193	2193	2193
负债合计	76822	94300	85998	74093	68747
少数股东权益	3875	3781	3601	3430	3240
股本	6399	6366	6366	6366	6366
资本公积	14235	13380	13380	13380	13380
留存收益	30787	34615	37951	41058	44450
归属母公司股东权益	50268	53539	66552	78907	92666
负债和股东权益	130965	151620	156151	156431	164653

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	13420	18290	-2824	20808	11216
净利润	9318	10284	12832	12185	13569
折旧摊销	3887	4280	3632	3897	4155
财务费用	-255	-153	741	245	-675
投资损失	-244	31	-2609	-109	-84
营运资金变动	-2013	-222	-17391	4625	-5745
其他经营现金流	2727	4070	-30	-34	-4
投资活动现金流	-19514	-16044	-2832	-2637	-2431
资本支出	6646	6956	3149	2966	2760
长期投资	-6286	-9292	-2426	74	99
其他投资现金流	-6581	203	2742	254	230
筹资活动现金流	8781	7258	-3260	-3475	-2657
短期借款	14203	12955	11013	-11013	0
长期借款	4212	2466	-3133	-3230	-3332
普通股增加	-1	-33	0	0	0
资本公积增加	-33	-855	0	0	0
其他筹资现金流	-9600	-7275	-11140	10769	675
现金净增加额	2108	9624	-8916	14696	6128

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	122698	125758	131841	137895	143114
营业成本	83119	84789	87680	91462	94679
营业税金及附加	742	733	776	820	848
营业费用	22908	22572	23995	24752	25617
管理费用	5343	5154	5537	5654	5868
研发费用	822	850	910	965	1016
财务费用	-255	-153	741	245	-675
资产减值损失	-792	-1526	-856	-999	-1157
其他收益	964	1098	957	1006	1020
公允价值变动收益	94	278	148	162	161
投资净收益	244	-31	2609	109	84
资产处置收益	-5	-21	-15	-17	-14
营业利润	10860	11873	14941	14149	15711
营业外收入	61	230	99	112	126
营业外支出	291	382	326	294	323
利润总额	10630	11721	14714	13967	15514
所得税	1312	1437	1881	1782	1945
净利润	9318	10284	12832	12185	13569
少数股东损益	-113	-144	-180	-171	-190
归属母公司净利润	9431	10429	13012	12356	13759
EBITDA	15969	18115	20337	19663	20879
EPS(元)	1.48	1.64	2.04	1.94	2.16

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	11.4	2.5	4.8	4.6	3.8
营业利润(%)	6.2	9.3	25.8	-5.3	11.0
归属于母公司净利润(%)	8.3	10.6	24.8	-5.0	11.4
获利能力					
毛利率(%)	32.3	32.6	33.5	33.7	33.8
净利率(%)	7.7	8.3	9.9	9.0	9.6
ROE(%)	17.2	17.9	18.3	14.8	14.1
ROIC(%)	11.6	10.9	10.9	10.5	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	58.7	62.2	55.1	47.4	41.8
净负债比率(%)	13.4	26.1	30.5	4.2	-6.3
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	48.6	40.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.6	5.7	12.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.48	1.64	2.04	1.94	2.16
每股经营现金流(最新摊薄)	2.11	2.87	-0.44	3.27	1.76
每股净资产(最新摊薄)	7.90	8.41	10.45	12.39	14.56
估值比率					
P/E	19.3	17.5	14.0	14.7	13.2
P/B	3.6	3.4	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	12.1	11.1	10.2	9.6	8.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn