

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅  
人民币 28.61 人民币 33.50个 +17.1%

2024年5月2日

## 伊利股份 (600887 CH)

### 在低迷市场中持续扩大市占率及利润率

- 伊利同时公布 2023 全年及 2024 年 1 季度业绩，增长放缓：2023 年 4 季度及 2024 年 1 季度收入同比分别下跌 1.8% 及 2.6%，比起去年前三个季度的 4% 增长有所放缓，主要受液态奶业务拖累。净利润方面，去年 4 季度同比下跌 23%（由于大额资产减值费用），而今年 1 季度同比增长 64%（撇除一次性收益后增长 3%）。由于原奶价格持续下跌，2023 年 4 季度和 2024 年 1 季度的毛利率均有所上升。派息率稍微上升至 73%，伊利在业绩公布后宣布将以不高于每股人民币 41.88 元的价格回购人民币 10 亿至 20 亿元的股份。
- 按品类，液态奶承压但鲜奶仍然同比翻倍；冰淇淋强韧：2023 年，液态奶/奶粉/冰淇淋/其他产品销售分别同比增长 0.7%/5.1%/11.7%/60.7%。液态奶销量增长 2.1%，但被价格 1.4% 的下跌所抵消。而原奶供过于求导致的成本大幅下降（-3.1%）使液态奶的毛利率同比提高 1.25 个百分点（至 30.4%）。鲜奶仍然是液态奶中的亮点，金典鲜奶的销售额同比翻了一番。然而，由于原奶供应持续过剩导致竞争激烈，整个液态奶市场在 2024 年上半年仍将面临挑战。2024 年 1 季度，液态奶/奶粉/冰淇淋/其他产品的销售额同比增长分别为 -6.8%/-0.2%/+14.2%/+43.4%。冰淇淋销售仍然强劲并全由销量带动，主要受下沉市场及东南亚市场扩张所驱动。
- 2024 年指引：销售增长低迷但利润率将继续扩张：管理层指引 2024 收入将同比增长 3% 至人民币 1300 亿元，税前利润同比增长 25% 至 147 亿元（撇除一次性收益后：同比增长 3.4% 至 121 亿元）。管理层重申 2025 年税前净利润率将争取达到不低于 9%（2023 年为 8.3%）。按产品划分，我们预计液态奶收入（2023 年占总销售额的 69%）将持平，其中鲜奶和常温白奶的表现将优于酸奶。我们预计婴幼儿配方奶粉、成人奶粉和冰淇淋将表现良好，预计实现 10% 以上的增长。由于液态奶市场承压，我们预计伊利将增加渠道投放而导致经营费用率提升。与此同时，由于今年原奶价格预计将继续下降（中个位数），我们预计毛利率将增加而抵消经营费用率的提升。
- 重申买入评级：在市场疲软的情况下，伊利扩大了其领先的市场份额，因此我们继续看好伊利。我们把目标价上调至人民币 33.5 元（原为 33.2 元），基于 16.3 倍 2024-25 年平均市盈率（原为 16.5 倍 2024 年市盈率），对应 1.4 倍 PEG。维持买入。

#### 财务数据一览

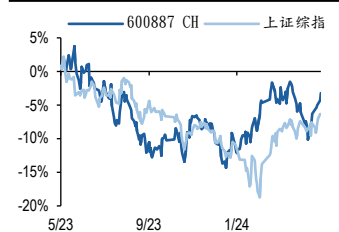
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	123,171	126,179	130,237	141,102	155,021
同比增长 (%)	11.4	2.4	3.2	8.3	9.9
净利润(百万人民币)	9,431	10,429	13,272	13,014	14,510
每股盈利(人民币)	1.47	1.63	2.07	2.03	2.27
同比增长 (%)	8.4	10.6	27.3	-1.9	11.5
前EPS预测值(人民币)			2.02	2.33	
调整幅度 (%)			2.8	-12.7	
市盈率(倍)	19.4	17.6	13.8	14.1	12.6
每股账面净值(人民币)	7.86	8.37	9.66	10.22	11.05
市账率(倍)	3.64	3.42	2.96	2.80	2.59
股息率 (%)	3.6	4.2	5.1	5.0	5.6

资料来源：公司资料，交银国际预测

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位(人民币)	30.67
52周低位(人民币)	25.33
市值(百万人民币)	180,388.62
日均成交量(百万)	117.33
年初至今变化 (%)	6.95
200天平均价(人民币)	27.28

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com

(852) 3766 1809

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

本文翻译自“[Inner Mongolia Yili \(600887 CH\) - Continued market share gain and margin expansion amid soft market](#)”，原报告发布于 2024 年 5 月 2 日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 伊利股份 (600887 CH) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际消费行业覆盖个股

股票代码	公司名称	评级	收盘价(交易货币)	目标价(交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	36.00	43.90	21.9%	2024年03月19日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	11.00	15.60	41.8%	2024年02月29日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	28.61	33.50	17.1%	2024年05月02日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.42	21.50	30.9%	2024年03月27日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	9.03	12.30	36.2%	2023年09月05日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.30	3.40	-20.9%	2024年04月02日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	13.75	17.60	28.0%	2023年08月30日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	10.22	10.40	1.8%	2023年08月24日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	46.20	58.68	27.0%	2024年03月27日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	78.20	116.00	48.3%	2024年03月27日	纺服代工
000651 CH	格力电器	买入	42.12	52.96	25.7%	2024年04月30日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	29.25	35.79	22.4%	2024年04月30日	家电
000333 CH	美的集团	买入	69.78	93.24	33.6%	2024年04月30日	家电
1044 HK	恒安国际	买入	26.40	33.85	28.2%	2024年03月22日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	23.45	19.20	-18.1%	2023年07月21日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	4.96	9.90	99.6%	2024年02月19日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	89.70	135.00	50.5%	2024年03月27日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	20.85	21.00	0.7%	2024年03月20日	运动品牌
6110 HK	滔搏国际	买入	5.46	7.20	31.9%	2023年10月24日	体育用品经销商
3813 HK	宝胜国际	买入	0.66	1.46	121.2%	2023年08月15日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年5月2日

## 财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	123,171	126,179	130,237	141,102	155,021
主营业务成本	(83,119)	(84,789)	(86,811)	(93,485)	(102,077)
<b>毛利</b>	<b>40,052</b>	<b>41,391</b>	<b>43,426</b>	<b>47,617</b>	<b>52,944</b>
销售及管理费用	(28,251)	(27,726)	(30,345)	(32,171)	(35,345)
研发费用	(822)	(850)	(877)	(951)	(1,044)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	47,762
<b>经营利润</b>	<b>10,980</b>	<b>12,815</b>	<b>12,203</b>	<b>14,495</b>	<b>64,316</b>
财务成本净额	255	153	1,174	1,209	1,243
其他非经营净收入/费用	(604)	(1,247)	1,540	(1,077)	(48,920)
<b>税前利润</b>	<b>10,630</b>	<b>11,721</b>	<b>14,917</b>	<b>14,627</b>	<b>16,639</b>
税费	(1,312)	(1,437)	(1,829)	(1,793)	(2,329)
非控股权益	113	144	184	180	201
<b>净利润</b>	<b>9,431</b>	<b>10,429</b>	<b>13,272</b>	<b>13,014</b>	<b>14,510</b>
作每股收益计算的净利润	9,431	10,429	13,272	13,014	14,510

资产负债表(百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	33,853	43,372	50,652	56,629	64,478
有价证券	30	11	11	11	11
应收账款及票据	3,450	3,500	4,066	4,584	5,229
存货	14,836	12,512	15,532	16,719	18,249
开发中物业及土地预付款	1,834	1,480	1,740	1,977	2,272
短期应收收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	7,460	8,481	8,481	8,481	8,481
<b>总流动资产</b>	<b>61,463</b>	<b>69,355</b>	<b>80,482</b>	<b>88,401</b>	<b>98,720</b>
投资物业	612	615	615	615	615
物业、厂房及设备	33,735	35,242	39,632	40,851	42,106
其他有形资产	5,219	5,995	5,995	5,995	5,995
无形资产	4,648	4,729	4,836	4,933	5,031
合资企业/联营公司投资	4,563	4,408	4,408	4,408	4,408
长期应收收入	0	0	0	0	0
其他长期资产	20,726	31,275	31,275	31,275	31,275
<b>总长期资产</b>	<b>69,502</b>	<b>82,265</b>	<b>86,761</b>	<b>88,077</b>	<b>89,431</b>
<b>总资产</b>	<b>130,965</b>	<b>151,620</b>	<b>167,244</b>	<b>176,478</b>	<b>188,151</b>
短期贷款	26,799	39,755	42,935	46,370	50,080
应付账款	23,603	21,602	25,053	26,612	28,612
其他短期负债	11,767	15,503	15,747	15,925	16,132
<b>总流动负债</b>	<b>62,170</b>	<b>76,860</b>	<b>83,735</b>	<b>88,907</b>	<b>94,824</b>
长期贷款	9,298	11,705	12,057	12,418	12,791
长期应付账款	3,482	3,541	3,648	3,757	3,870
其他长期负债	1,872	2,193	2,193	2,193	2,193
<b>总长期负债</b>	<b>14,653</b>	<b>17,440</b>	<b>17,897</b>	<b>18,369</b>	<b>18,854</b>
<b>总负债</b>	<b>76,822</b>	<b>94,300</b>	<b>101,632</b>	<b>107,276</b>	<b>113,678</b>
股本	6,399	6,366	6,366	6,366	6,366
储备及其他资本项目	43,869	47,173	55,465	59,055	64,326
<b>股东权益</b>	<b>50,269</b>	<b>53,539</b>	<b>61,831</b>	<b>65,422</b>	<b>70,692</b>
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
非控股权益	3,874	3,781	3,781	3,781	3,781
<b>总权益</b>	<b>54,143</b>	<b>57,320</b>	<b>65,612</b>	<b>69,203</b>	<b>74,473</b>

资料来源:公司资料,交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	9,318	10,284	13,088	12,834	14,310
折旧及摊销	3,933	4,287	5,192	5,342	5,496
营运资本变动	(2,013)	(222)	1	(85)	(97)
利息调整	1,377	2,225	(1,174)	(1,209)	(1,243)
其他经营活动现金流	806	1,716	50	81	55
<b>经营活动现金流</b>	<b>13,420</b>	<b>18,290</b>	<b>17,158</b>	<b>16,962</b>	<b>18,520</b>
资本开支	(6,646)	(6,956)	(6,490)	(6,677)	(6,870)
投资活动	(6,225)	(9,136)	0	0	0
其他投资活动现金流	(6,643)	48	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(19,514)</b>	<b>(16,044)</b>	<b>(6,490)</b>	<b>(6,677)</b>	<b>(6,870)</b>
负债净变动	16,670	16,486	3,638	3,906	4,195
权益净变动	166	162	0	0	0
股息	(7,500)	(8,416)	(6,466)	(8,214)	(7,997)
其他融资活动现金流	(555)	(973)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>8,781</b>	<b>7,258</b>	<b>(2,828)</b>	<b>(4,308)</b>	<b>(3,802)</b>
汇率收益/损失	(577)	14	(559)	0	0
<b>年初现金</b>	<b>31,742</b>	<b>33,853</b>	<b>43,372</b>	<b>50,652</b>	<b>56,629</b>
<b>年末现金</b>	<b>33,853</b>	<b>43,372</b>	<b>50,652</b>	<b>56,629</b>	<b>64,478</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	1.474	1.630	2.074	2.034	2.267
全面摊薄每股收益	1.474	1.630	2.074	2.034	2.267
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	1.036	1.194	1.472	1.444	1.610
每股账面值	7.856	8.366	9.662	10.223	11.047
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	32.5	32.8	33.3	33.7	34.2
EBITDA利润率	12.1	13.6	13.4	14.1	45.0
EBIT利润率	8.9	10.2	9.4	10.3	41.5
净利率	7.7	8.3	10.2	9.2	9.4
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	8.1	7.4	8.3	7.6	8.0
ROE	19.3	20.1	23.0	20.5	21.3
ROIC	17.8	14.6	14.6	17.8	17.1
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	4.1	14.1	6.6	3.1	净现金
利息覆盖率	15.5	15.6	12.2	13.0	42.9
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	66.1	66.1	66.1	66.1	66.1
应收账款周转天数	9.3	9.8	10.3	10.8	11.3
应付账款周转天数	71.0	71.0	71.0	71.0	71.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。

香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年5月2日

**伊利股份 (600887 CH)****分析员披露**

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

**有关商务关系及财务权益之披露**

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极觅速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

**免责声明**

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**