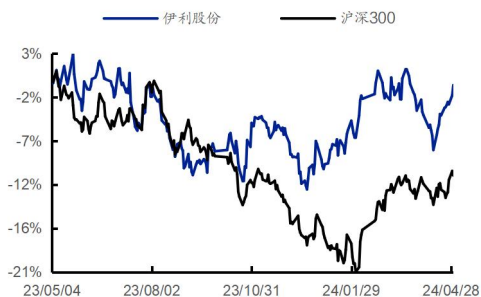


研究所:
 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

高质量发展, 进一步提升股东回报

——伊利股份(600887)2023 年年报及 2024 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
伊利股份	2.5%	4.9%	0.3%
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据

市场数据	2024/04/30
当前价格(元)	28.61
52 周价格区间(元)	25.20-31.00
总市值(百万)	182,134.08
流通市值(百万)	180,388.74
总股本(万股)	636,609.87
流通股本(万股)	630,509.42
日均成交额(百万)	3,352.79
近一月换手(%)	0.68

相关报告

《伊利股份(600887)2023 年半年报点评: 价值坚守, 稳步前行(买入)*饮料乳品*薛玉虎, 刘浩铭》——2023-08-30

《伊利股份(600887)点评报告: 创新驱动增长, 强品牌力维系强大护城河(买入)*饮料乳品*薛玉虎, 刘浩铭》——2023-07-17

《伊利股份(600887)2022 年报及 2023 年一季报点评: 业绩前低后高, 净利率水平有望重回上升

事件:

2024 年 4 月 29 日, 伊利股份发布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年公司实现营收 1261.79 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%。2023Q4 公司实现营收 287.75 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%。2024Q1 公司实现营收 325.77 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+7.97%。

投资要点:

- **2023 年液态奶收入承压, 奶粉业务环比改善, 冰品增速远超行业。** 2023 年分品类, 液态奶、奶粉及奶制品、冷饮业务分别实现营收 855.4/275.98/106.88 亿元, 同比+0.72%/+5.09%/+11.72%。液态奶在整个宏观需求偏弱的环境下收入承压, 从结构看, 2023 年液态奶销量、吨价分别变动+2.10%/-1.35%, 销量仍有增长, 吨价在产品结构承压的背景下有所下滑。2023Q4 以来奶粉收入增速转正至 1.91%, 主要系 2023 年一季度以来的新国标带来的去库存影响逐步减弱, 2023 年公司整体奶粉销量已经跃升至中国市场第一, 其中婴配粉零售市占率提升至 16.2%, 增速领先行业, 成人奶粉零售市占份额提升至 23.3%。2023 年公司冷饮业务增速远超行业水平, 市场份额稳居第一, 其中巧乐兹、冰工厂、伊利牧场等多个品牌份额位居细分品类第一。
- **费用持续优化, 净利率提升如期兑现。** 2023 年毛利率仅小幅+0.32pct 至 32.58%, 原奶价格下跌为公司带来的毛利率贡献不多, 2023 年销售、管理费用率-0.71pct/-0.26pct 至 17.89%/4.08%, 销售费用率的优化主要系广告营销费用减少, 管理费用率的优化主要系本期职工薪酬费用减少。费率优化对盈利改善贡献更多, 2023 年公司归母净利润率/扣非归母净利润率分别+0.60pct/+0.98pct 至 8.26%/7.95%。
- **一季度液态奶营收有所波动, 盈利能力继续改善。** 2024Q1 分品类看, 液态奶、奶粉及奶制品、冷饮业务分别实现营收 202.61/74.28/43.33

通道（买入）*饮料乳品*薛玉虎，刘洁铭》——
2023-04-28

亿元，同比-6.81%/-0.2%/+14.21%，液态奶收入下滑较多预计主要系公司主动调节终端货龄，理顺经销商利润结构。奶粉收入基本持平主要系去年同期高基数影响，冰品仍实现了双位数的较高增长。Q1 公司实现毛利率 35.79%，同比+2.02%，销售、管理费用率分别同比+1.38pct/0.28pct 至 18.45%/4.47%，销售费率增加预计主要系公司渠道调整增加投入。Q1 公司扣非归母净利率同比+1.52pct 至 11.44%，此外，公司 Q1 计入 25.8 亿元的投资收益，主要系转让煤矿子公司贡献。

- **分红率提升，回购注销，共同提振股东回报。** 2023 年公司现金分红金额 76.39 亿元，以现金方式回购股份计入现金分红金额 7 亿元，合计分红 83.36 亿元，占归母净利润比例为 79.94%，分红比例进一步提升。同时，2024 年 4 月 29 日，公司公告以自有资金，以不超过 41.88 元/股，回购不低于 10 亿元（含）且不超过 20 亿元，回购数量 2388-4776 万股，占总股本的 0.38%-0.75%，且回购用于注销，减少公司注册资本，在高质量发展的同时，进一步提振股东回报。
- **盈利预测和投资评级：** 2024 年公司计划实现营收 1300 亿元，同比+3%，利润总额 147 亿元，同比+25.4%，整体收入目标较为稳健，在高质量发展的同时进一步提升股东回报。因此我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现营收 1311.59/1373.61/1447.01 亿元，分别实现归母净利润 128.24/124.27/132.83 亿元，对应 PE 为 14/15/14X，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 1) 需求复苏不及预期；2) 原材料价格上行；3) 行业竞争加剧；4) 食品安全风险；5) 出生率快速下滑导致奶粉需求承压。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	126179	131159	137361	144701
增长率(%)	2	4	5	5
归母净利润（百万元）	10429	12824	12427	13283
增长率(%)	11	23	-3	7
摊薄每股收益（元）	1.64	2.01	1.95	2.09
ROE(%)	19	23	21	21
P/E	16.31	14.20	14.66	13.71
P/B	3.18	3.22	3.06	2.89
P/S	1.35	1.39	1.33	1.26
EV/EBITDA	11.37	9.83	9.91	9.25

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：伊利股份盈利预测表

证券代码:	600887				股价:	28.61				投资评级:	买入				日期:	2024/04/30			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	19%	23%	21%	21%	EPS	1.64	2.01	1.95	2.09										
毛利率	33%	33%	33%	33%	BVPS	8.41	8.87	9.36	9.88										
期间费率	22%	23%	23%	22%	估值														
销售净利率	8%	10%	9%	9%	P/E	16.31	14.20	14.66	13.71										
成长能力					P/B	3.18	3.22	3.06	2.89										
收入增长率	2%	4%	5%	5%	P/S	1.35	1.39	1.33	1.26										
利润增长率	11%	23%	-3%	7%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.89	0.85	0.84	0.83	营业收入	126179	131159	137361	144701										
应收账款周转率	40.74	42.43	42.80	42.55	营业成本	84789	87771	91853	96762										
存货周转率	6.20	6.77	6.64	6.65	营业税金及附加	733	778	813	855										
偿债能力					销售费用	22572	23871	24588	25467										
资产负债率	62%	62%	63%	63%	管理费用	5154	5430	5494	5788										
流动比	0.90	0.88	0.87	0.88	财务费用	-153	742	877	948										
速动比	0.61	0.58	0.60	0.62	其他费用/(-收入)	850	855	824	912										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	11873	14684	13960	14944										
现金及现金等价物	43383	42529	48767	55473	营业外净收支	-152	-177	59	45										
应收款项	3305	3300	3538	3711	利润总额	11721	14506	14019	14989										
存货净额	12512	13405	14265	14820	所得税费用	1437	1816	1739	1861										
其他流动资产	10155	10341	10416	10498	净利润	10284	12690	12280	13128										
流动资产合计	69355	69576	76986	84501	少数股东损益	-144	-134	-147	-155										
固定资产	35242	37297	38689	39629	归属于母公司净利润	10429	12824	12427	13283										
在建工程	4337	4184	4244	4330	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	38277	40984	43761	46135	经营活动现金流	18290	17646	19823	21860										
长期股权投资	4408	4667	4803	4932	净利润	10429	12824	12427	13283										
资产总计	151620	156707	168483	179526	少数股东损益	-144	-134	-147	-155										
短期借款	39755	40555	47640	53609	折旧摊销	4431	4945	5220	5522										
应付款项	14840	16288	16977	17750	公允价值变动	-278	0	0	0										
合同负债	8696	9276	9687	10181	营运资金变动	-90	117	559	1098										
其他流动负债	13570	13111	13743	14383	投资活动现金流	-16044	-8100	-9623	-9237										
流动负债合计	76860	79230	88047	95924	资本支出	-6893	-8044	-9461	-9033										
长期借款及应付债券	15247	15247	15247	15247	长期投资	-9331	-309	-189	-175										
其他长期负债	2193	2093	2093	2093	其他	179	253	27	-29										
长期负债合计	17440	17340	17340	17340	筹资活动现金流	7258	-10398	-3962	-5917										
负债合计	94300	96570	105387	113264	债务融资	16486	1140	7086	5969										
股本	6366	6366	6366	6366	权益融资	162	0	0	0										
股东权益	57320	60136	63096	66262	其它	-9389	-11538	-11048	-11886										
负债和股东权益总计	151620	156707	168483	179526	现金净增加额	9624	-854	6238	6705										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。