

乳制品

伊利股份（600887.SH）

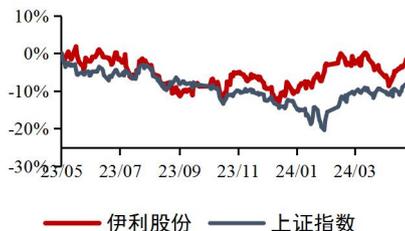
买入-A(维持)

23 年主业平稳增长，24Q1 液态奶短期承压

2024 年 5 月 6 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

伊利股份发布 2023 年年报，23 年公司实现营业总收入 1261.79 亿元，同比增长 2.44%；归母净利润 104.29 亿元，同比增长 10.58%。其中 23Q4 实现营业总收入 287.75 亿元，同比减少 1.82%；归母净利润 10.48 亿元，同比减少 23.47%。

同时公司发布 24 年一季报，24Q1 公司实现营业总收入 325.77 亿元，同比减少 2.58%；归母净利润 59.23 亿元，同比增长 63.84%。

市场数据：2024 年 4 月 30 日

| | |
|-----------------|-------------|
| 收盘价(元): | 28.61 |
| 年内最高/最低(元): | 31.00/25.20 |
| 流通 A 股/总股本(亿股): | 63.05/63.66 |
| 流通 A 股市值(亿元): | 1,803.89 |
| 总市值(亿元): | 1,821.34 |

基础数据：2024 年 3 月 31 日

| | |
|------------|------|
| 基本每股收益(元): | 0.93 |
| 摊薄每股收益(元): | 0.93 |
| 每股净资产(元): | 9.88 |
| 净资产收益率(%): | 9.47 |

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourongl@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

事件点评

➤ **23 年主业平稳增长，24Q1 液态奶承压。**具体收入端来看，23 年/23Q4 公司液体乳分别实现营收 855.40/201.09 亿元，同比+0.7/-3.4%，奶粉及奶制品营收 275.98/76.76 亿元，同比+5.1/+1.9%，冷饮产品营收 106.88/3.05 亿元，同比+11.7/-16.9%。23 年全年液体乳、奶粉及奶制品、冷饮收入占比分别为 68.0%/21.9%/8.5%，同比-1.2/+0.5/+0.7pcts。23Q4 整体消费弱复苏&春节错期影响下，液奶业务有所承压。婴配粉动销环比 Q3 有所改善，成人粉延续较好增长。公司 24Q1 实现营收 325.77 亿元，同比减少 2.58%。其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮分别实现营收 202.61/74.28/43.33 亿元，同比-6.8/-0.2/+14.2%。春节后为保证渠道良性发展，公司主动控节奏，液奶业务仍短期承压；同时婴配粉在去年高基下亦有所承压。展望 24 年全年，随着渠道调整逐步到位，同时消费场景和消费力逐步恢复，我们预计公司业绩将呈现逐季改善趋势。

➤ **毛利率水平稳中有升，费用优化助力盈利能力向好。**公司 23 年毛利率为 32.80%，同比+0.29pcts。销售费用率/管理费用率分别为 17.89/4.08%，同比分别-0.71/-0.25pcts。23 年公司持续精准投放相关费用，毛利率稳中有升。23 年公司净利率为 8.26%，同比+0.61pcts，净利率同比有所提升。

24Q1 公司毛利率为 36.02%，同比+2.02pcts，销售费用率/管理费用率分别为 18.45/4.47%，同比+1.38/+0.27pcts。公司净利率水平同比+7.37pcts 至 18.18%，主因出售煤矿子公司，从而 24Q1 投资收益增加所致。展望 24 年，在原奶价格趋缓，产品结构优化及运营效率不断提升背景下，公司毛/净利率有望逐季改善。

➤ **当下估值优势凸显，进入中长期配置区间。**中长期看，公司作为行业龙头，其产品结构稳健改善，同时产品化平台、国际化平台、渠道影响力和品牌影响力优势依旧，未来公司的业绩增速稳健且可期。目前的市场估值水平



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



已回落至估值中枢之下，其中长期配置价值凸显。

投资建议

➤ 公司盈利预测：2024-2026 年营业收入分别为 1305.73/1363.84/1429.52 亿元，同比增长 3.5%/4.5%/4.8%。归母净利润 130.51/128.11/137.50 亿元，同比增长 25.1%/-1.8%/7.3%。对应 EPS 2.05/2.01/2.16 元，当前股价对应 PE 分别为 14/14/13 倍，维持“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 食品安全问题；行业竞争加剧风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑等。

财务数据与估值：

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 123,171 | 126,179 | 130,573 | 136,384 | 142,952 |
| YoY(%) | 11.4 | 2.4 | 3.5 | 4.5 | 4.8 |
| 净利润(百万元) | 9,431 | 10,429 | 13,051 | 12,811 | 13,750 |
| YoY(%) | 8.3 | 10.6 | 25.1 | -1.8 | 7.3 |
| 毛利率(%) | 32.5 | 32.8 | 33.1 | 33.4 | 33.6 |
| EPS(摊薄/元) | 1.48 | 1.64 | 2.05 | 2.01 | 2.16 |
| ROE(%) | 17.2 | 17.9 | 18.5 | 16.2 | 15.5 |
| P/E(倍) | 19.1 | 17.3 | 13.8 | 14.1 | 13.1 |
| P/B(倍) | 3.6 | 3.4 | 2.7 | 2.4 | 2.1 |
| 净利率(%) | 7.7 | 8.3 | 10.0 | 9.4 | 9.6 |

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 61463 | 69355 | 85375 | 107503 | 131453 |
| 现金 | 33853 | 43372 | 55583 | 79901 | 99819 |
| 应收票据及应收账款 | 3250 | 3305 | 3478 | 3607 | 3820 |
| 预付账款 | 1834 | 1480 | 1949 | 1633 | 2121 |
| 存货 | 14836 | 12512 | 15658 | 13658 | 16966 |
| 其他流动资产 | 7690 | 8687 | 8706 | 8705 | 8727 |
| 非流动资产 | 69502 | 82265 | 83132 | 81955 | 80805 |
| 长期投资 | 4563 | 4408 | 6254 | 6040 | 5826 |
| 固定资产 | 35511 | 36901 | 35744 | 34738 | 33669 |
| 无形资产 | 4648 | 4729 | 5286 | 5814 | 6437 |
| 其他非流动资产 | 24780 | 36227 | 35848 | 35363 | 34873 |
| 资产总计 | 130965 | 151620 | 168507 | 189458 | 212257 |
| 流动负债 | 62170 | 76860 | 79166 | 79879 | 81912 |
| 短期借款 | 26799 | 39755 | 39755 | 39755 | 39755 |
| 应付票据及应付账款 | 16807 | 14840 | 17758 | 16166 | 19272 |
| 其他流动负债 | 18563 | 22265 | 21654 | 23958 | 22885 |
| 非流动负债 | 14653 | 17440 | 14233 | 11009 | 7785 |
| 长期借款 | 12781 | 15247 | 12039 | 8816 | 5592 |
| 其他非流动负债 | 1872 | 2193 | 2193 | 2193 | 2193 |
| 负债合计 | 76822 | 94300 | 93399 | 90888 | 89697 |
| 少数股东权益 | 3875 | 3781 | 3716 | 3627 | 3497 |
| 股本 | 6399 | 6366 | 6366 | 6366 | 6366 |
| 资本公积 | 14235 | 13380 | 13380 | 13380 | 13380 |
| 留存收益 | 30787 | 34615 | 40730 | 47280 | 55044 |
| 归属母公司股东权益 | 50268 | 53539 | 66590 | 74913 | 84358 |
| 负债和股东权益 | 130965 | 151620 | 168507 | 189458 | 212257 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 13420 | 18290 | 12061 | 19225 | 15380 |
| 净利润 | 9318 | 10284 | 12986 | 12722 | 13620 |
| 折旧摊销 | 3887 | 4280 | 3606 | 3847 | 4117 |
| 财务费用 | -255 | -153 | -192 | -97 | -192 |
| 投资损失 | -244 | 31 | -58 | 16 | 9 |
| 营运资金变动 | -2013 | -222 | -2116 | -2902 | -1999 |
| 其他经营现金流 | 2727 | 4070 | 2166 | 5639 | 176 |
| 投资活动现金流 | -19514 | -16044 | -7250 | -7522 | -7800 |
| 筹资活动现金流 | 8781 | 7258 | 2401 | 7614 | 7338 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.48 | 1.64 | 2.05 | 2.01 | 2.16 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.11 | 2.87 | 1.89 | 3.02 | 2.42 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.90 | 8.41 | 10.46 | 11.77 | 13.25 |

利润表(百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 123171 | 126179 | 130573 | 136384 | 142952 |
| 营业成本 | 83119 | 84789 | 87336 | 90889 | 94945 |
| 营业税金及附加 | 742 | 733 | 758 | 792 | 1001 |
| 营业费用 | 22908 | 22572 | 24026 | 24686 | 25445 |
| 管理费用 | 5343 | 5154 | 5484 | 5728 | 6147 |
| 研发费用 | 822 | 850 | 880 | 919 | 963 |
| 财务费用 | -255 | -153 | -192 | -97 | -192 |
| 资产减值损失 | -930 | -1686 | -951 | -1214 | -1044 |
| 公允价值变动收益 | 94 | 278 | 166 | 165 | 176 |
| 投资净收益 | 244 | -31 | 2058 | -16 | -9 |
| 营业利润 | 10860 | 11873 | 15456 | 14830 | 15852 |
| 营业外收入 | 61 | 230 | 50 | 50 | 52 |
| 营业外支出 | 291 | 382 | 580 | 381 | 381 |
| 利润总额 | 10630 | 11721 | 14926 | 14499 | 15523 |
| 所得税 | 1312 | 1437 | 1940 | 1778 | 1903 |
| 税后利润 | 9318 | 10284 | 12986 | 12722 | 13620 |
| 少数股东损益 | -113 | -144 | -65 | -89 | -130 |
| 归属母公司净利润 | 9431 | 10429 | 13051 | 12811 | 13750 |
| EBITDA | 15969 | 18115 | 19907 | 19067 | 19592 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 11.4 | 2.4 | 3.5 | 4.5 | 4.8 |
| 营业利润(%) | 6.2 | 9.3 | 30.2 | -4.0 | 6.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | 8.3 | 10.6 | 25.1 | -1.8 | 7.3 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 32.5 | 32.8 | 33.1 | 33.4 | 33.6 |
| 净利率(%) | 7.7 | 8.3 | 10.0 | 9.4 | 9.6 |
| ROE(%) | 17.2 | 17.9 | 18.5 | 16.2 | 15.5 |
| ROIC(%) | 11.5 | 10.8 | 11.6 | 10.5 | 10.1 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 58.7 | 62.2 | 55.4 | 48.0 | 42.3 |
| 流动比率 | 1.0 | 0.9 | 1.1 | 1.3 | 1.6 |
| 速动比率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 1.0 | 1.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 46.0 | 38.5 | 38.5 | 38.5 | 38.5 |
| 应付账款周转率 | 5.4 | 5.4 | 5.4 | 5.4 | 5.4 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 19.1 | 17.3 | 13.8 | 14.1 | 13.1 |
| P/B | 3.6 | 3.4 | 2.7 | 2.4 | 2.1 |
| EV/EBITDA | 12.0 | 11.0 | 9.3 | 8.2 | 6.8 |

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

