

伊利股份 (600887)

调整渠道应对需求疲软，分红+回购提升回报率

行业：食品饮料/饮料乳品
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：27.80 元
 目标价格：37.08 元

事件：

公司公告 2023 年总营收/归母净利润 1261.79/104.29 亿元，同比 +2.44%/+10.58%；对应 23Q4 总营收/归母净利润 287.75/10.48 亿元，同比下滑 1.82%/23.47%。24Q1 公司总营收/归母净利润/扣非净利润 325.77/59.23/37.28 亿元，同比增长-2.58%/63.84%/12.39%。24Q1 收入略低于预期，净利率超预期。

➤ 收入：液奶产品缓慢升级

2023 年公司液奶/奶粉/冷饮收入同比增长 0.72%/5.09%/11.72%。拆分液奶量价来看，2023 年液奶销量/结构变动/均价变动分别贡献 2.56%/0.25%/-2.09%，我们认为液奶产品结构仍在缓慢升级，但需求不振导致促销力度较大。24Q1 公司液奶/奶粉/冷饮收入同比变动-6.81%/-0.20%/+14.21%。我们认为，（1）液奶春节后淡季面对终端动销较弱、大日期产品占比略高的情形，公司主动进行渠道调整影响出货，期待全年液奶收入同比略增；结构来看，金典优于基础白奶，白奶优于酸奶。（2）奶粉：预计婴幼儿粉 24Q2 有望恢复正常增长，成人粉有望继续同比增长。

➤ 盈利能力：受益于成本红利和品类升级

2023 年公司净利率同比提升 0.59pct 至 8.18%，主要受益于成本红利和品类结构提升。24Q1 公司扣非净利率同比提升 1.53pct 至 11.48%。计提喷粉减值、费用投放加大的情况下仍实现净利率提升，主要源于原材料成本红利和品类结构升级。

➤ 分红+回购：提高投资回报率

（1）分红：2023 年公司现金分红比例 79.94%。预计未来公司分红比例有望维持 70%+。（2）回购：公司拟回购 10-20 亿元，回购价格不超过 41.88 元/股，全部予以注销并减少公司注册资本。

➤ 盈利预测、估值与评级

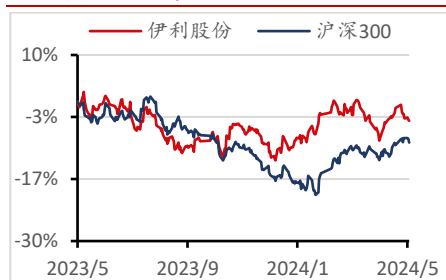
基于当前竞争加剧以及成本红利延续等因素影响，我们预计 2024-2026 年公司营业总收入 1295.87/1350.88/1396.33 亿元，同比增长 3.04%/4.25%/3.36%；归母净利润 130.66/127.59/137.52 亿元，同比增长 25.29%/-2.35%/7.78%，3 年 CAGR 为 9.66%。参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 18.07 倍 PE，目标价 37.08 元，维持“买入”评级。

风险提示：生鲜乳价格波动，新品推广不及预期，消费恢复不及预期

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	6,366.10/6,305.09
流通 A 股市值(百万元)	175,281.62
每股净资产(元)	9.28
资产负债率(%)	60.95
一年内最高/最低(元)	31.00/25.20

股价相对走势



作者

分析师：刘景瑜
 执业证书编号：S0590524030005
 邮箱：jyl@glsc.com.cn

联系人：陆冀为
 邮箱：lujiwei@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	122698	125758	129587	135088	139633
增长率(%)	11.40%	2.49%	3.04%	4.25%	3.36%
EBITDA(百万元)	14263	15848	21585	21042	21952
归母净利润(百万元)	9431	10429	13066	12759	13752
增长率(%)	8.34%	10.58%	25.29%	-2.35%	7.78%
EPS(元/股)	1.48	1.64	2.05	2.00	2.16
市盈率(P/E)	18.8	17.0	13.5	13.9	12.9
市净率(P/B)	3.5	3.3	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	15.2	12.3	8.7	8.3	7.3

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 05 月 15 日收盘价

相关报告

1、《伊利股份(600887)：收入增速略有回升，利润率显著改善》2023.10.31
 2、《伊利股份(600887)：营收稳健增长，控费改善净利率》2023.08.29

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	33853	43372	42342	42029	42490	营业收入	122698	125758	129587	135088	139633
应收账款+票据	3250	3305	3106	3238	3347	营业成本	83119	84789	86422	89757	92463
预付账款	1834	1480	1750	1824	1886	营业税金及附加	742	733	755	787	813
存货	14836	12512	12754	13247	13646	营业费用	22908	22572	23455	24046	24855
其他	7690	8687	7983	8318	8594	管理费用	6164	6004	6185	6448	6665
流动资产合计	61463	69355	67936	68655	69962	财务费用	-255	-153	-113	-422	-674
长期股权投资	4563	4408	4553	4698	4842	资产减值损失	-792	-1526	-1555	-1486	-1396
固定资产	36282	37422	32169	26802	21322	公允价值变动收益	94	278	150	150	150
在建工程	3443	4337	3614	2891	2168	投资净收益	244	-31	2225	225	225
无形资产	4648	4729	3941	3153	2365	其他	1295	1338	1242	1236	1231
其他非流动资产	20567	31369	31213	31058	30976	营业利润	10860	11873	14945	14597	15720
非流动资产合计	69502	82265	75490	68601	61674	营业外净收益	-230	-152	-167	-167	-167
资产总计	130965	151620	143426	137256	131636	利润总额	10630	11721	14778	14431	15554
短期借款	26799	39755	29755	19755	9755	所得税	1312	1437	1812	1769	1907
应付账款+票据	16807	14840	16168	16791	17298	净利润	9318	10284	12967	12662	13647
其他	18563	22265	20466	21289	21970	少数股东损益	-113	-144	-100	-97	-105
流动负债合计	62170	76860	66388	57835	49022	归属于母公司净利润	9431	10429	13066	12759	13752
长期带息负债	13104	15484	10926	6636	2635						
长期应付款	1	29	29	29	29						
其他	222	263	263	263	263						
非流动负债合计	14653	17440	12882	8592	4591						
负债合计	76822	94300	79271	66427	53613						
少数股东权益	3875	3781	3681	3584	3480	成长能力					
股本	6399	6366	6366	6366	6366	营业收入	11.40%	2.49%	3.04%	4.25%	3.36%
资本公积	14235	13380	13380	13380	13380	EBIT	2.90%	11.50%	26.77%	-4.47%	6.22%
留存收益	29633	33793	40727	47498	54797	EBITDA	6.67%	11.12%	36.20%	-2.51%	4.33%
股东权益合计	54143	57320	64155	70829	78023	归属于母公司净利润	8.34%	10.58%	25.29%	-2.35%	7.78%
负债和股东权益总计	130965	151620	143426	137256	131636	获利能力					
						毛利率	32.26%	32.58%	33.31%	33.56%	33.78%
						净利率	7.59%	8.18%	10.01%	9.37%	9.77%
						ROE	18.76%	19.48%	21.61%	18.97%	18.45%
						ROIC	20.47%	14.79%	16.62%	17.28%	20.27%
						偿债能力					
						资产负债率	34.86%	37.10%	29.58%	26.88%	23.57%
						流动比率	2.6	3.3	4.1	4.1	4.5
						速动比率	2.1	2.7	3.5	3.5	3.8
						营运能力					
						应收账款周转率	2.0	2.3	2.2	2.2	2.2
						存货周转率	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0
						总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	1.5	1.6	2.1	2.0	2.2
						每股经营现金流	2.1	2.8	2.8	3.1	3.2
						每股净资产	7.9	8.4	9.5	10.6	11.7
						估值比率					
						市盈率	18.8	17.0	13.5	13.9	12.9
						市净率	3.5	3.3	2.9	2.6	2.4
						EV/EBITDA	15.2	12.3	8.7	8.3	7.3
						EV/EBIT	20.8	16.8	12.8	12.4	10.8

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年05月15日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼