

证券研究报告

公司研究

公司跟踪报告

伊利股份(600887)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师
执业编号: S1500520110001
联系电话: 13392190215
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

《伊利股份: 王者荣耀, 行稳致远》 2022年2月15日

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

向健康迈进, 向未来进发——2023 年度投资者日纪实

2023年07月16日

事件: 本周五我们参加了公司 2023 年度投资者日活动, 公司高管悉数出席, 同时邀请各重点品牌负责人, 从战略目标、产品品类和具体品牌等角度与投资者进行了深入的沟通和交流。

- **目标及驱动力方面, 公司坚忍不拔。**短期来看, 公司收入略受今年消费市场弱复苏的影响, 而利润率提升 30bp 的目标不变。中长期来看, 公司依然对 2025 年全球乳业第三、2030 年全球乳业第一的目标充满信心。驱动力上看, 公司则通过全面创新、多品类的平衡布局 and 由品牌管理能力及渠道优势等所支撑的综合竞争力带动, 以高目标引领的文化为根基, 驱动伊利不断前进。
- **品牌建设方面, 公司着力提升费用使用效率。**品牌建设端, 一方面, 公司坚持长期投入, 引导消费者购买意愿, 抢占消费者心智; 另一方面, 公司也通过抓住媒渠融合趋势、利用数字化手段和捕捉圈层营销等方式, 花好每一分钱, 提升费用使用效率。
- **常温液奶仍是公司的压舱石, 功能性产品迈向市场。**从产品属性上看, 液态奶是具有刚需和健康的产品, 疫情的教育及人均消费量与海外的差距均昭示着液态奶庞大的发展空间。从趋势上看, 一方面, 高端白奶的礼赠场景开始回归; 另一方面, 细分功能类的需求开始逐步显现, 公司在多品牌下进行布局, 来满足消费者需求。具体至品牌, 金典所在的有机赛道高热, 近三年复合增长率达 12.2%。金典推出首款常温活性乳铁蛋白有机奶, 独创的专利技术将乳铁蛋白保留率由 10% 提升至 90%, 满足消费者对免疫力的需求。安慕希作为中国酸奶第一品牌, 市占率达 66%, 并推出 0 蔗糖安慕希酸奶和首款常温活性益生菌酸奶, 聚焦健康与营养。
- **婴配粉把握高端化和国产化机遇, 成人粉关注中老年人健康。**婴配粉方面, 尽管今年出生人口受到影响, 行业竞争有所加剧, 但明年我国生育意愿有望逐步释放。同时, 在今年新国标实施后, 市场集中度的提升和国产品牌市占率的提升将为公司带来机遇。产品方面, 公司通过推出更高端的珍护铂萃和珍护菁蕴, 把握高端化机遇。品牌方面, 公司在抖音、快手和小红书等媒体上更加精准触达消费者。渠道方面, 公司携手母婴系统, 打造行业最大的母婴生态圈“领婴汇”, 实现共同健康发展。会员方面, 公司采用数字化系统, 进一步赋能业务高速增长。成人粉方面, 欣活品牌连续 8 年市场第一, 市占率达 35%, 增速超 20%, 两倍于行业增速。公司通过推出多款新品, 关注中老年人血糖和胆固醇问题。
- **冷饮: 巧乐兹期待百亿。**公司冷饮业务持续增长, 巧乐兹收入已突破 50 亿元。产品方面, 公司不断推陈出新, 巧乐兹品牌过去三年新品销售贡献超 20%。营销方面, 公司积极挖掘营销方向, 包括与年轻人兴趣圈层

关联的营销和与巧乐兹历史相关的 20 周年代言人营销等。在产品创新、品牌营销及数字化的加持下，巧乐兹有望成为伊利下一个百亿品牌。

- **奶酪：长期成长空间大，B 端表现稳健。**从 C 端看，当前行业面临压力，主要来源于产品品类过于单一，而奶酪棒非刚需属性强，同时单价较高。公司 C 端增速快于行业，并看好餐桌端奶酪机会。从 B 端看，公司餐饮及烘焙相关业务表现出色，马苏产品实现翻倍增长，也将推出冷冻稀奶油等产品。
- **盈利预测与投资评级：低位布局，渐次复苏。**今年以来，乳制品消费复苏相对缓慢，但我们认为，方向和趋势不变。成本端看，奶价持续回落，为行业利润率提升带来空间。考虑到行业今年弱复苏的背景，我们略调低今年的收入预期，但认为公司仍有望完成利润率目标。我们预计 2023-2025 年 EPS 为 1.65/1.85/2.07 元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧。**

| 重要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元) | 110,595 | 123,171 | 131,305 | 141,599 | 152,495 |
| 增长率 YoY % | 14.2% | 11.4% | 6.6% | 7.8% | 7.7% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 8,705 | 9,431 | 10,494 | 11,804 | 13,179 |
| 增长率 YoY% | 23.0% | 8.3% | 11.3% | 12.5% | 11.6% |
| 毛利率% | 30.9% | 32.5% | 32.5% | 33.1% | 33.3% |
| 净资产收益率ROE% | 18.2% | 18.8% | 17.3% | 16.3% | 15.4% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.43 | 1.48 | 1.65 | 1.85 | 2.07 |
| 市盈率 P/E(倍) | 28.99 | 20.95 | 17.03 | 15.14 | 13.56 |
| 市净率 P/B(倍) | 5.53 | 3.93 | 2.94 | 2.46 | 2.08 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 07 月 14 日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 流动资产 | 50,155 | 61,463 | 81,939 | 87,087 | 97,825 | |
| 货币资金 | 31,742 | 33,853 | 59,387 | 63,487 | 73,035 | |
| 应收票据 | 148 | 162 | 180 | 194 | 209 | |
| 应收账款 | 1,959 | 3,088 | 2,158 | 2,328 | 2,507 | |
| 预付账款 | 1,520 | 1,834 | 1,773 | 1,895 | 2,035 | |
| 存货 | 8,917 | 14,836 | 10,806 | 11,539 | 12,382 | |
| 其他 | 5,868 | 7,690 | 7,634 | 7,645 | 7,657 | |
| 非流动资产 | 51,807 | 69,502 | 74,744 | 84,707 | 90,818 | |
| 长期股权投资 | 4,210 | 4,563 | 5,563 | 10,942 | 11,942 | |
| 固定资产 | 29,379 | 33,735 | 38,465 | 43,439 | 48,647 | |
| 无形资产 | 1,609 | 4,648 | 4,748 | 4,848 | 4,948 | |
| 其他 | 16,610 | 26,556 | 25,968 | 25,478 | 25,282 | |
| 资产总计 | 101,962 | 130,965 | 156,683 | 171,794 | 188,643 | |
| 流动负债 | 43,296 | 62,170 | 76,494 | 78,864 | 81,595 | |
| 短期借款 | 12,596 | 26,799 | 40,000 | 40,000 | 40,000 | |
| 应付票据 | 402 | 881 | 372 | 397 | 427 | |
| 应付账款 | 13,660 | 15,926 | 16,276 | 17,391 | 18,680 | |
| 其他 | 16,638 | 18,563 | 19,847 | 21,075 | 22,488 | |
| 非流动负债 | 9,875 | 14,653 | 15,553 | 16,453 | 17,353 | |
| 长期借款 | 5,380 | 9,298 | 10,198 | 11,098 | 11,998 | |
| 其他 | 4,495 | 5,354 | 5,354 | 5,354 | 5,354 | |
| 负债合计 | 53,171 | 76,822 | 92,047 | 95,316 | 98,947 | |
| 少数股东权益 | 1,083 | 3,875 | 3,908 | 3,945 | 3,984 | |
| 归属母公司股东权益 | 47,708 | 50,268 | 60,729 | 72,533 | 85,712 | |
| 负债和股东权益 | 101,962 | 130,965 | 156,683 | 171,794 | 188,643 | |
| 重要财务指标 | 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 营业总收入 | 110,595 | 123,171 | 131,305 | 141,599 | 152,495 | |
| 同比 (%) | 14.2% | 11.4% | 6.6% | 7.8% | 7.7% | |
| 归属母公司净利润 | 8,705 | 9,431 | 10,494 | 11,804 | 13,179 | |
| 同比 | 23.0% | 8.3% | 11.3% | 12.5% | 11.6% | |
| 毛利率 (%) | 30.9% | 32.5% | 32.5% | 33.1% | 33.3% | |
| ROE% | 18.2% | 18.8% | 17.3% | 16.3% | 15.4% | |
| EPS (摊薄)(元) | 1.43 | 1.48 | 1.65 | 1.85 | 2.07 | |
| P/E | 28.99 | 20.95 | 17.03 | 15.14 | 13.56 | |
| P/B | 5.53 | 3.93 | 2.94 | 2.46 | 2.08 | |
| EV/EBITDA | 19.26 | 14.13 | 11.79 | 10.36 | 8.88 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 营业总收入 | 110,595 | 123,171 | 131,305 | 141,599 | 152,495 | |
| 营业成本 | 76,417 | 83,119 | 88,666 | 94,744 | 101,762 | |
| 营业税金及附加 | 664 | 742 | 788 | 850 | 915 | |
| 销售费用 | 19,315 | 22,908 | 23,635 | 25,771 | 27,602 | |
| 管理费用 | 4,227 | 5,343 | 5,909 | 6,372 | 6,862 | |
| 研发费用 | 601 | 822 | 880 | 949 | 1,022 | |
| 财务费用 | -29 | -255 | 146 | 99 | -6 | |
| 减值损失合计 | -427 | -792 | -115 | -132 | -154 | |
| 投资净收益 | 461 | 244 | 315 | 340 | 366 | |
| 其他 | 795 | 916 | 985 | 1,062 | 1,144 | |
| 营业利润 | 10,230 | 10,860 | 12,467 | 14,085 | 15,694 | |
| 营业外收支 | -118 | -230 | -170 | -251 | -251 | |
| 利润总额 | 10,112 | 10,630 | 12,297 | 13,833 | 15,442 | |
| 所得税 | 1,380 | 1,312 | 1,771 | 1,992 | 2,224 | |
| 净利润 | 8,732 | 9,318 | 10,526 | 11,841 | 13,218 | |
| 少数股东损益 | 27 | -113 | 33 | 37 | 40 | |
| 归属母公司净利润 | 8,705 | 9,431 | 10,494 | 11,804 | 13,179 | |
| EBITDA | 13,283 | 14,540 | 14,779 | 16,521 | 18,295 | |
| EPS (当年)(元) | 1.43 | 1.48 | 1.65 | 1.85 | 2.07 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------|---------|--------|---------|--------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 经营活动现金流 | 15,528 | 13,420 | 19,785 | 16,655 | 18,535 | |
| 净利润 | 8,732 | 9,318 | 10,526 | 11,841 | 13,218 | |
| 折旧摊销 | 3,421 | 4,068 | 2,368 | 2,626 | 2,898 | |
| 财务费用 | 826 | 1,377 | 863 | 965 | 1,001 | |
| 投资损失 | -461 | -244 | -315 | -340 | -366 | |
| 营运资金变动 | 2,555 | -1,813 | 6,057 | 1,179 | 1,377 | |
| 其它 | 455 | 714 | 285 | 383 | 405 | |
| 投资活动现金流 | -7,797 | -19,514 | -7,455 | -12,490 | -8,885 | |
| 资本支出 | -6,644 | -5,950 | -6,770 | -7,451 | -8,251 | |
| 长期投资 | -1,364 | -13,429 | -1,000 | -5,379 | -1,000 | |
| 其他 | 211 | -135 | 315 | 340 | 366 | |
| 筹资活动现金流 | 11,945 | 8,781 | 13,204 | -65 | -101 | |
| 吸收投资 | 12,255 | 166 | -33 | 0 | 0 | |
| 借款 | 126,938 | 245,566 | 14,101 | 900 | 900 | |
| 支付利息或股息 | -5,693 | -7,500 | -863 | -965 | -1,001 | |
| 现金流净增加额 | 19,647 | 2,108 | 25,534 | 4,100 | 9,548 | |

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）行业。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|-----|-------------|--------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华北区销售 | 赵岚琦 | 15690170171 | zhaolanqi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 张澜夕 | 18810718214 | zhanglanxi@cindasc.com |



| | | | |
|----------|------|-------------|---------------------------|
| 华北区销售 | 王哲毓 | 18735667112 | wangzheyu@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙瞳 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王爽 | 18217448943 | wangshuang3@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 粟琳 | 18810582709 | sulin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王赫然 | 15942898375 | wangheran@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 蔡静 | 18300030194 | caijing1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 聂振坤 | 15521067883 | niezhenkun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 张佳琳 | 13923488778 | zhangjialin@cindasc.com |
| 华南区销售 | 宋王飞逸 | 15308134748 | songwangfeiyi@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。