

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

伊利股份 (600887)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

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

## 业绩持续恢复，关注长期空间

2023年08月29日

**事件：伊利公布 2023 年上半年业绩。**2023 年上半年，公司实现营业总收入 661.97 亿元，同比+4.31%；实现归母净利润 63.05 亿元，同比+2.81%；实现扣非归母净利润 57.97 亿元，同比-1.55%。其中，23Q2 公司实现营业总收入 327.57 亿元，同比+1.05%；实现归母净利润 26.90 亿元，同比+2.93%；实现扣非归母净利润 24.80 亿元，同比-4.53%。

### 点评：

- **Q2 液态乳同比提升，奶粉干扰收入增速，冷饮持续保持强劲增长。**分产品看，Q2 液态乳、奶粉及奶制品和冷饮产品系列分别实现营收 206.82 亿元、60.78 亿元和 53.64 亿元，同比分别+0.5%、-9.0%和+19.2%。上半年乳制品消费复苏整体偏弱，Q2 奶价同比下降 6.81%，显示出奶源的供给过剩。在此背景下，公司 Q2 液态乳表现稳健。奶粉方面，上半年中国婴配粉行业销售额进一步下滑，牛奶粉和羊奶粉销售额分别同比下降 14.0%和 14.7%（AC 尼尔森数据）。我们推测系行业的大背景使得公司婴配粉业务受到一定程度影响。冷饮则延续 Q1 强劲增长势头，为全年冷饮高增奠定坚实基础。
- **H1 毛利率同比下行，Q2 净利润率同比略有提升。**从上半年角度看，公司整体毛利率为 33.3%，同比-0.34pct。其中，液态乳、奶粉及奶制品和冷饮产品系列毛利率分别为 30.1%、40.4%和 39.2%，同比分别+0.11pct、-2.73pct 和-0.61pct。一方面，奶粉毛利率的下降使得整体毛利率同比下行；另一方面，我们推测 Q1 春节提前使得经销商备货提前，导致产品结构对毛利率同样造成影响。单看 Q2，公司毛利率达 32.73%，同比-0.07pct，表现相对稳定。费用端看，Q2 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 18.04%、3.83%、0.59%、-0.27%，同比分别-0.49pct、-0.54pct、0、+0.12pct，费用率整体略有收缩。Q2 净利润率达 8.24%，同比+0.12pct。
- **经营持续出色，创新提效不断。**公司上半年经营表现持续出色，液态乳方面，金典持续引领有机市场，基础常温白奶持续提升市场渗透率，安慕希市占率提升至 65.9%。奶粉方面，公司婴配粉业务业务增速持续行业第一，市占率达 13.6%。成人粉业务稳居市场第一，市占率达 23.8%，儿童粉保持份额、增速双第一。冷饮方面，公司增速远超行业水平，规模及市占率均位列细分市场第一。产品创新方面，上半年公司新品收入占比提升至 15%，新上市安慕希零蔗糖酸奶及全球首款常温活性益生菌酸奶。此外，公司在全产业链中推进数智化管理，有效提升线上产品销量、缩短产品创新周期并降低采购成本。
- **盈利预测与投资评级：安全边际明显，以时间换空间。**公司当前市盈率估值已处近 10 年历史底部区间，安全边际凸显。市场担忧公司业绩

增速，而今年消费市场复苏偏弱恰好使得担忧似有验证。但事实上，从更长远的角度去看，乳制品作为营养健康的蛋白质和钙的来源，刚需属性有望不断增强，伴随人均收入的提升，人均消费量仍有很大的提升空间。因此，在更长远的时间周期下，公司作为乳业龙头，发展空间仍然宽广。根据公司本季度的业绩表现及乳制品行业当前的市场状况，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.63/1.82/2.07 元，分别对应 2023-2025 年 16X/15X/13X PE，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	129,690	137,981	148,765
增长率 YoY %	14.2%	11.4%	5.3%	6.4%	7.8%
归属母公司净利润 (百万元)	8,705	9,431	10,381	11,613	13,175
增长率 YoY%	23.0%	8.3%	10.1%	11.9%	13.5%
毛利率%	30.9%	32.5%	32.5%	33.0%	33.3%
净资产收益率 ROE%	18.2%	18.8%	17.1%	16.1%	15.4%
EPS(摊薄)(元)	1.43	1.48	1.63	1.82	2.07
市盈率 P/E(倍)	28.99	20.95	16.45	14.70	12.96
市净率 P/B(倍)	5.53	3.93	2.82	2.36	2.00

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	50,155	61,463	81,233	85,561	95,976	
货币资金	31,742	33,853	58,873	62,357	71,630	
应收票据	148	162	178	189	204	
应收账款	1,959	3,088	2,132	2,268	2,445	
预付账款	1,520	1,834	1,751	1,849	1,983	
存货	8,917	14,836	10,668	11,257	12,061	
其他	5,868	7,690	7,632	7,641	7,653	
<b>非流动资产</b>	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(合计)	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	
<b>资产总计</b>	101,962	130,965	155,977	170,268	186,794	
<b>流动负债</b>	43,296	62,170	76,057	77,974	80,583	
短期借款	12,596	26,799	40,000	40,000	40,000	
应付票据	402	881	367	388	416	
应付账款	13,660	15,926	16,069	16,972	18,201	
其他	16,638	18,563	19,621	20,615	21,966	
<b>非流动负债</b>	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	
<b>负债合计</b>	53,171	76,822	91,610	94,427	97,935	
少数股东权益	1,083	3,875	3,751	3,612	3,455	
归属母公司股东权益	47,708	50,268	60,616	72,229	85,404	
<b>负债和股东权益</b>	101,962	130,965	155,977	170,268	186,794	
<b>重要财务指标</b>	单位:百万元					
<b>会计年度</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
营业总收入	110,595	123,171	129,690	137,981	148,765	
同比(%)	14.2%	11.4%	5.3%	6.4%	7.8%	
归属母公司净利润	8,705	9,431	10,381	11,613	13,175	
同比	23.0%	8.3%	10.1%	11.9%	13.5%	
毛利率(%)	30.9%	32.5%	32.5%	33.0%	33.3%	
ROE%	18.2%	18.8%	17.1%	16.1%	15.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.43	1.48	1.63	1.82	2.07	
P/E	28.99	20.95	16.45	14.70	12.96	
P/B	5.53	3.93	2.82	2.36	2.00	
EV/EBITDA	19.26	14.13	11.47	10.14	8.56	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	110,595	123,171	129,690	137,981	148,765	
营业成本	76,417	83,119	87,542	92,458	99,157	
营业税金及附加	664	742	778	828	893	
销售费用	19,315	22,908	23,604	25,112	26,927	
管理费用	4,227	5,343	5,836	6,209	6,694	
研发费用	601	822	869	924	997	
财务费用	-29	-255	134	89	29	
减值损失合计	-427	-792	-115	-132	-154	
投资净收益	461	244	311	331	357	
其他	795	916	973	1,035	1,116	
<b>营业利润</b>	10,230	10,860	12,096	13,594	15,389	
营业外收	-118	-230	-170	-251	-251	
<b>利润总额</b>	10,112	10,630	11,926	13,342	15,137	
所得税	1,380	1,312	1,670	1,868	2,119	
<b>净利润</b>	8,732	9,318	10,257	11,475	13,018	
少数股东损益	27	-113	-124	-139	-158	
<b>归属母公司净利润</b>	8,705	9,431	10,381	11,613	13,175	
EBITDA	13,283	14,540	14,553	16,196	18,222	
EPS(当年)(元)	1.43	1.48	1.63	1.82	2.07	
<b>现金流量</b>	单位:百万元					
<b>会计年度</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
<b>经营活动现金流</b>	15,528	13,420	20,396	17,594	19,974	
净利润	8,732	9,318	10,257	11,475	13,018	
折旧摊销	3,421	4,068	2,368	2,626	2,898	
财务费用	826	1,377	1,986	2,511	2,706	
投资损失	-461	-244	-311	-331	-357	
营运资金变动	2,555	-1,813	5,812	930	1,303	
其它	455	714	285	383	405	
<b>投资活动现金流</b>	-7,797	-19,514	-7,459	-12,499	-8,894	
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	311	331	357	
<b>筹资活动现金流</b>	11,945	8,781	12,082	-1,611	-1,806	
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	-1,986	-2,511	-2,706	
<b>现金流净增加额</b>	19,647	2,108	25,019	3,484	9,273	

## 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。

**娄青丰**，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。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。