

伊利股份 (600887.SH)

寡头竞争差异化加速，千亿伊利剑指全球

买入 (首次评级)

当前价格: 27.20 元
 目标价格: 38.39 元

投资要点:

► **管理团队强大，渠道壁垒深厚。**公司定位于全球健康食品提供者，中期战略目标坚定，利润导向明确。我们认为伊利能够成为乳制品行业龙头的关键在于管理团队优秀且稳定，稳定的管理团队使得公司的战略得以延续。在稳定的管理层和充足的人员激励背景下，公司顺利建立了高效并灵活的营销体系和渠道体系，伊利自2006年开始“织网计划”，不断投入资源以实现对渠道的精细化和扁平化管理，增强对渠道的掌控力，尤其是在下沉市场更加具备优势。

► **行业空间广阔，双龙头展现差异化竞争。**对比国内外，我国人均乳制品消费量同世界平均水平尚有较大差距，尤其是下沉市场需求空间有待挖掘。细分品类增速来看，低温鲜奶和奶酪增速最快，而酸奶、婴配粉和乳饮料品类偏存量竞争。从格局来看，双寡头格局清晰，当前常温奶品类的CR2在70%左右，份额战趋于尾声。看向未来，伊利和蒙牛战略布局重点呈现差异化，伊利重点发力奶粉等高毛利率产品，蒙牛则在高速成长且格局未定的低温和奶酪抢先发力。

► **常温奶稳健，各事业部持续升级，发力数智化。**公司常温奶基本盘稳健，叠加产品创新升级拉动业绩增长；同时公司各事业部持续结构升级，布局低温鲜奶及奶酪等蓝海赛道，此外仍横向拓展品类寻找新的增长点；近年公司数智化转型可圈可点，显著提升公司经营管理效率，有望成为公司进军全球第一乳企的助推剂。

► **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2023-2025年可实现营收 1274.89 /1358.82 /1467.53亿元，同比增长3.9%/6.6%/8.0%；不考虑煤炭资产收益下，公司归母净利润预计104.25 /116.38 /132.14亿元，同比增长10.5%/11.6%/13.5%。公司作为乳业龙头，竞争优势明确，未来成长可期，我们给予公司2024年21X PE，对应目标价为38.39元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

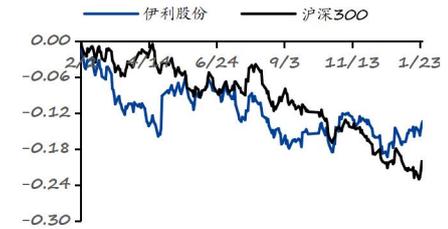
风险提示

行业促销竞争加剧；终端需求不及预期；食品安全事件；海外市场扩张不及预期的风险等

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)	171,498.56
每股净资产(元)	8.19
资产负债率(%)	62.39
一年内最高/最低价(元)	32.48/25.20

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)
 lc30103@hfzq.com.cn
 分析师: 张东雪(S0210523060001)
 zdx30145@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110,144	122,698	127,489	135,882	146,753
增长率	14%	11%	4%	7%	8%
净利润(百万元)	8,705	9,431	10,425	11,638	13,214
增长率	23%	8%	11%	12%	14%
EPS(元/股)	1.37	1.48	1.64	1.83	2.08
市盈率(P/E)	19.7	18.2	16.5	14.7	13.0
市净率(P/B)	3.6	3.4	3.2	2.9	2.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量

(1) **液体乳**。考虑到疫后居民健康意识有所提升及短期消费能力尚待恢复，预计液体乳销量稳中有升，我们预计 2023-2025 年公司液体乳营收 874.84/918.94/974.81 亿元，同比增长 3.0%/5.0%/6.1%。

(2) **奶粉及奶制品**。公司奶粉业务受益产品创新以及全人群、全价格带的覆盖，近年来实现了营收高增长，我们预计 2023-2025 年公司奶粉及奶制品营收 272.79/297.72/331.19 亿元，同比增 3.9%/9.1%/11.2%。

(3) **冷饮产品系列**。由于短期内伊利品牌在国内的绝对龙头地位难以撼动，叠加公司正扩宽东南亚市场，强大的品牌和供应链体系有望继续做大市场，持续放量，因此我们预计 2023-2025 年公司冷饮产品系列营收 106.29/120.34/138.83 亿元，同比增长 11.1%/13.2%/15.4%。

我们区别于市场的观点

1) 市场担心乳制品行业进入周期后半段，增量空间较为有限。我们认为乳制品行业依旧有增量空间，我国人均乳制品消费量同世界水平尚有较大差距，尤其是下沉市场需求空间有待挖掘，此外新兴细分品类如成人奶粉、低温鲜奶和奶酪仍处于蓝海增长阶段。

(2) 市场担心伊利作为乳业龙头，未来成长空间有限。我们认为公司未来成长动力仍足，收入端液态奶量价均有空间可进一步挖掘，奶粉改革成效显著，份额有望持续提升，其余品类业也均具备成长亮点，预计未来 3 年将实现中高个位数增长；利润端受益于产品升级和原奶成本下滑，毛利率不断提升，同时费用率方面受益于双寡头竞争放缓，优化费用投放，实现 2025 年净利润率 9%-10% 目标，对应未来净利润增速将实现双位数增长。

股价上涨的催化因素

(1) 乳制品行业需求回暖超预期；(2) 公司产品销售超预期；(3) 公司海外市场扩张超预期；(4) 原奶价格上行，公司买赠促销减少，盈利能力提升从而催化股价；

估值和目标价格

基于上述假设，我们预计公司 2023-2025 年可实现营收 1274.89 /1358.82 /1467.53 亿元，同比增长 3.9%/6.6%/8.0%；不考虑煤炭资产收益下，公司归母净利润预计 104.25 /116.38 /132.14 亿元，同比增长 10.5%/11.6%/13.5%，当前股价对应 23-25 年 PE 分别为 16x/15x/13x。考虑到公司作为乳业龙头，竞争优势明确，未来成长可期，我们给予公司 2024 年 21X PE，对应目标价为 38.39 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级

投资风险

行业促销竞争加剧；终端需求不及预期；食品安全事件；海外市场扩张不及预期的风险。

正文目录

1 全球健康食品提供者，管理&渠道优势明确	4
2 行业空间广阔，双寡头逐步显示差异化竞争	6
3 常温奶稳健，各事业部持续升级	8
4 多因素驱动公司利润率提升	10
5 发力数智化转型，迈进全球第一乳企	11
6 盈利预测与投资建议	12
6.1 关键假设	12
6.2 投资建议	13
7 风险提示	14

图表目录

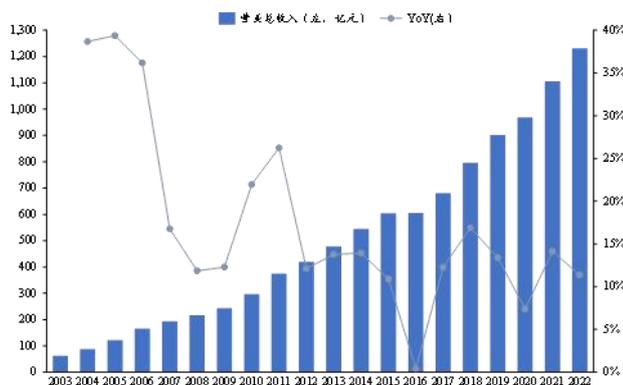
图表 1: 公司营业收入及同比增速	4
图表 2: 公司净利润及同比增速	4
图表 3: 公司分业务增速情况	4
图表 4: 公司利润率和费用率情况	4
图表 5: 公司股权结构分散，核心管理团队持有较高比例	5
图表 6: 伊利和蒙牛对比，伊利资产周转率更高，营业周期更短	5
图表 7: 伊利和蒙牛直控村级网点（万家）	6
图表 8: 伊利经销商数量及变化情况	6
图表 9: 中国大陆乳制品零售额超 6000 亿元	6
图表 10: 我国农村乳制品消费水平约为城镇的 1/2	6
图表 11: 乳制品细分赛道 2022 年零售额和 17-22 年 CAGR	7
图表 12: 鲜奶品类的零售额和增速情况	7
图表 13: 奶酪品类的零售额和增速情况	7
图表 14: 乳制品行业双寡头格局清晰，CR2 市占率不断提升（%）	7
图表 15: 公司主营业务收入占比	8
图表 16: 公司分业务毛利率	8
图表 17: 金典系列持续高端化升级	8
图表 18: 安慕希推出新口味、新包装	8
图表 19: 伊利低温鲜奶产品矩阵	9
图表 20: 伊利低温酸奶产品矩阵	9
图表 21: 公司奶粉业务相关品牌	10
图表 22: 公司高端冷饮品牌	10
图表 23: 伊利蒙牛毛利率较雀巢达能有较大差距	11
图表 24: 伊利和蒙牛销售费用率变化对比	11
图表 25: 伊利现代智慧健康谷俯瞰图	12
图表 26: 伊利现代智慧健康谷液态奶智能化生产线	12
图表 27: 公司业绩拆分预测表（亿元）	13
图表 28: 可比公司估值	14
图表 29: 财务预测摘要	15

1 全球健康食品提供者，管理&渠道优势明确

公司定位于全球健康食品提供者，中期战略目标坚定，利润导向明确。经过30余年不断发展，公司形成了以液态奶为基本盘，奶粉、奶酪和冷饮等业务多元发展的产品矩阵，并且公司在“成为全球最值得信赖的健康食品提供者”愿景指导下，积极培育有机乳品、乳及植物基营养品、奶酪、天然矿泉水等高增长业务。

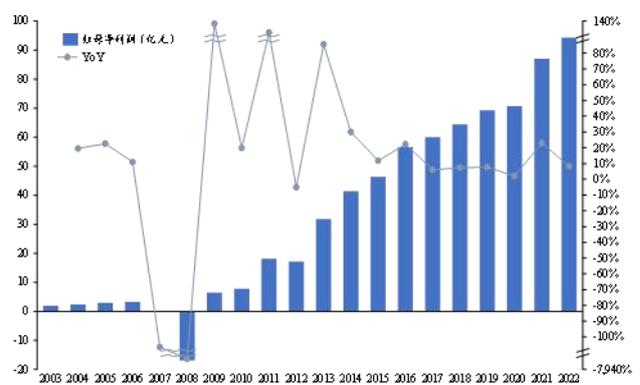
公司作为乳制品行业龙头，液态类乳品、成人奶粉、冷饮业务市占份额实现细分市场第一，婴配粉市占份额2022年跃居细分市场第二，公司战略目标坚定，力争2025年进入全球乳业第三，2030年成为全球乳业第一。此外，公司利润导向明显，2025年净利润率目标为9%-10%（2022年公司净利润率为7.66%），在该利润指引下，公司加大力度布局高利润率产品如高端白奶、奶粉和冷饮，调整产品结构，同时对标雀巢、达能，积极布局高毛利率的专业营养领域，在费用端，双寡头竞争放缓，公司将优化费用率投放，从而实现净利润率目标。

图表 1: 公司营业收入及同比增速



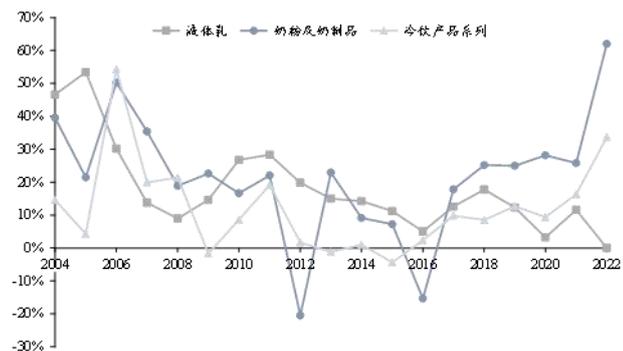
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 2: 公司净利润及同比增速



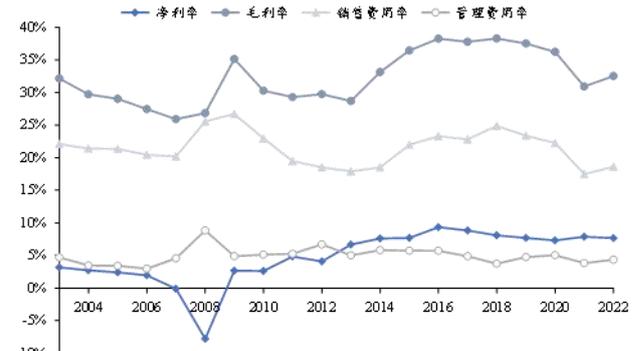
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 3: 公司分业务增速情况



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 4: 公司利润率和费用率情况

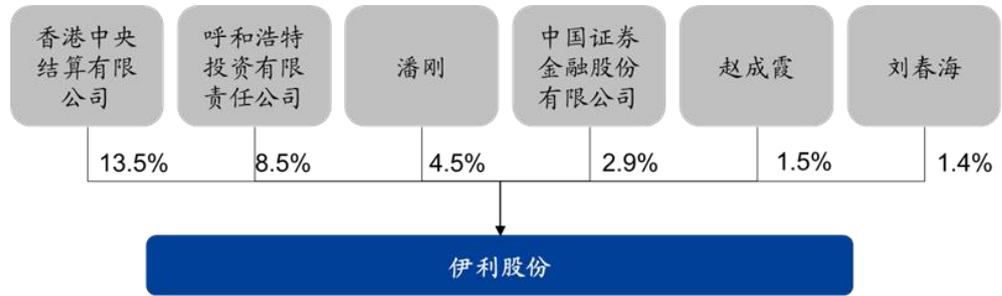


数据来源: wind, 华福证券研究所

核心管理团队稳定，激励充足。我们认为伊利能够成为乳制品行业龙头的关键在于管理团队优秀且稳定。从股权结构来看，公司股权较为分散，无实际控制人，公司高管团队（潘刚、赵成霞和刘春海）共持股7.39%，因此公司管理团队稳定且话语权强，其中公司董事长潘刚自2005年任职至今，其余核心高管也均在公司任职多年且经验丰富，稳定的管理团队使得公司的战略得以延续，从而围绕长期目标进行战略布局，对比之下蒙牛则历经3任管理团队，发展战略和组织架构也在不断调整。此外，伊利对于核心高管、核心人员激励充足。公司曾多次对董监高、核心业务人员和技术人员进行股权激励，深度绑定员工利益和公司利益。在稳定的管理层和充足的人员激励背景下，公司顺利建立了高效并灵活的营销体系和渠道体系，充分调

动各环节相关方的积极性。

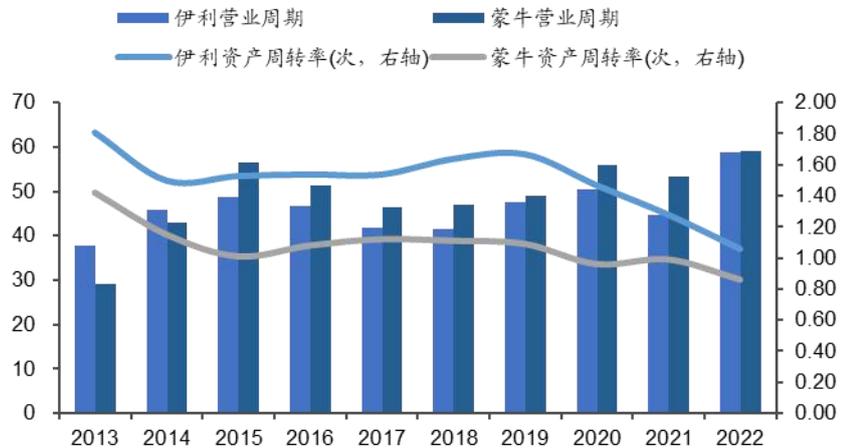
图表 5: 公司股权结构分散, 核心管理团队持有较高比例



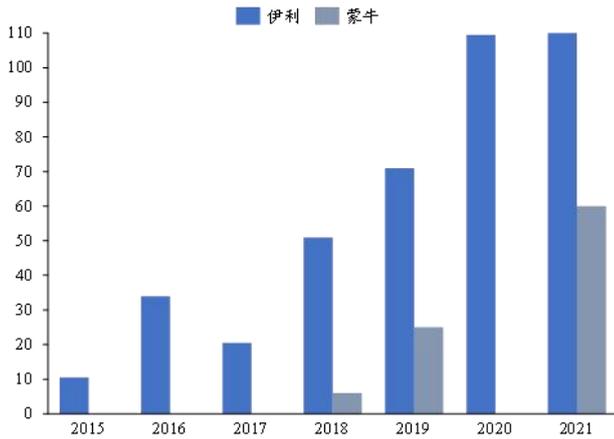
数据来源: Wind, 华福证券研究所 (注: 数据截至 2023 年三季报)

渠道壁垒坚固, 下沉市场更具优势。伊利自 2006 年开始“织网计划”, 不断投入资源以实现对渠道的精细化和扁平化管理, 增强对渠道的掌控力。伊利也凭借稳固的市场地位维持较高的上下游占款, 从而实现高杠杆率, 高资产周转率以及杠杆率也是伊利常年维持高 ROE 的核心所在。从终端数据上看, 公司在下沉市场优势明显, 截至 2020 年年底, 公司直控乡镇村网点数量已达 110 万家, 对比蒙牛的 2021 年年底乡镇村网点数仅为 60 万家。此外, 公司在夯实线下传统渠道深度分销优势的同时, 主动探索新的消费场景, 积极创新开拓线上新零售渠道, 2022 年线上电商平台及新零售业务实现双位数的增长。

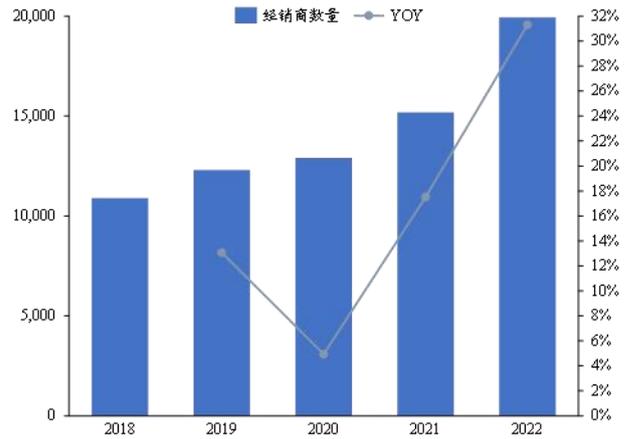
图表 6: 伊利和蒙牛对比, 伊利资产周转率更高, 营业周期更短



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 7: 伊利和蒙牛直控村级网点 (万家)


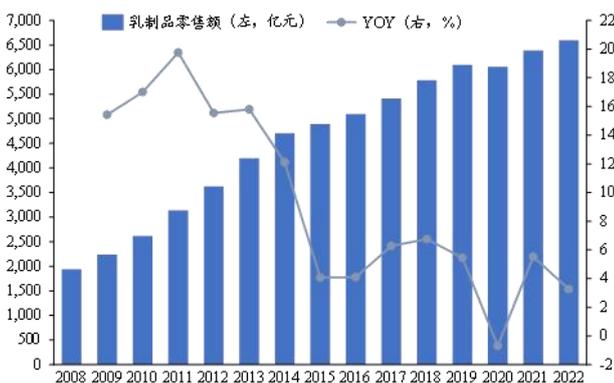
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 8: 伊利经销商数量及变化情况


数据来源: wind, 华福证券研究所

2 行业空间广阔, 双寡头逐步显示差异化竞争

渠道下沉与产品升级促进行业增长。根据 Euromonitor 数据, 2022 年中国大陆乳制品零售额为 6599.7 亿元, 同比增长 3.27%, 近 5 年 CAGR 为 4%, 从赛道发展来看, 乳制品行业已步入成熟期。但我们认为我国乳制品行业空间仍有增量空间: 根据《中国奶业质量报告》数据, 2022 年我国人均奶类消费量约 43 公斤, 与 2010 年相比提高了 48.3%, 但与美国、日本等国家相比仍有较大差距。特别是在我国农村地区, 农村居民人均乳制品消费水平约为城镇的 1/2, 且偏低端的乳饮料等产品消费仍然占据较大比, 未来受益于农村居民消费水平增长以及对健康关注度提升, 乳制品将在下沉市场实现较快增长。此外, 疫情后消费者健康意识提升, 消费结构升级, 价格更高、富含更高营养成分的白奶品类景气度提升 (根据 Euromonitor 数据, 白奶零售额 2021/2022 年同比增速 11%/9%, 而 17-20 年增速保持在 5%-7% 左右), 带动乳制品持续增长。

图表 9: 中国大陆乳制品零售额超 6000 亿元


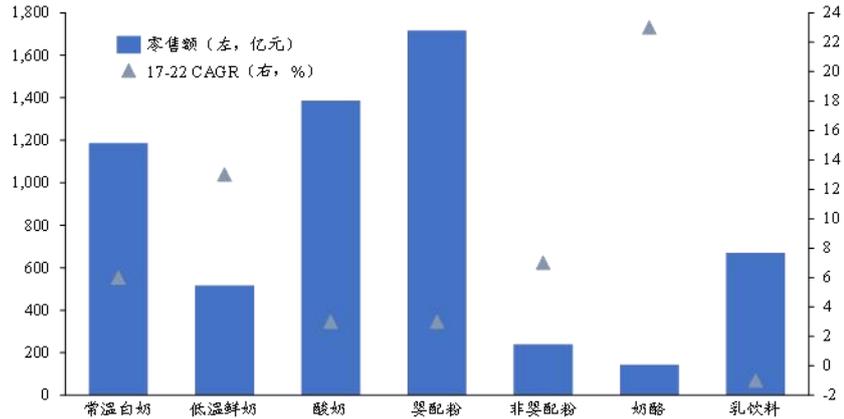
数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表 10: 我国农村乳制品消费水平约为城镇的 1/2


数据来源: 国家统计局, 华福证券研究所

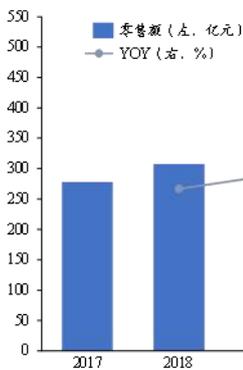
细分品类增速分化, 低温鲜奶和奶酪快速增长。从细分品类增速来看, 奶酪和低温鲜奶近 5 年 CAGR 实现双位数增长, 是细分品类中增速靠前的品类, 此外人口老龄化趋势下, 银发经济催生非婴配奶粉品类较快增长, 居民健康意识提升带动常温白奶品类实现稳健增长, 而酸奶和婴配粉品类偏存量竞争, 增速较低, 乳饮料市场规模萎缩。

图表 11: 乳制品细分赛道 2022 年零售额和 17-22 年 CAGR



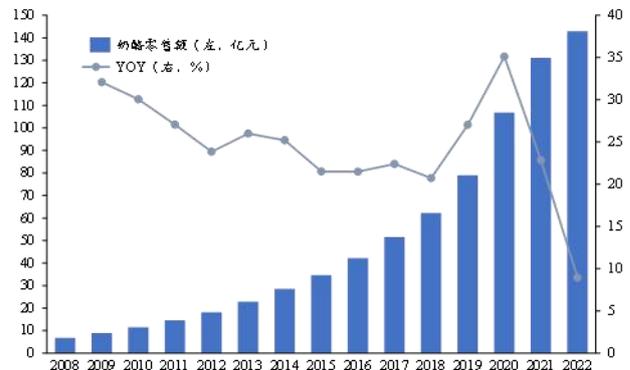
数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表 12: 鲜奶品类的零售额和增速情况



数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

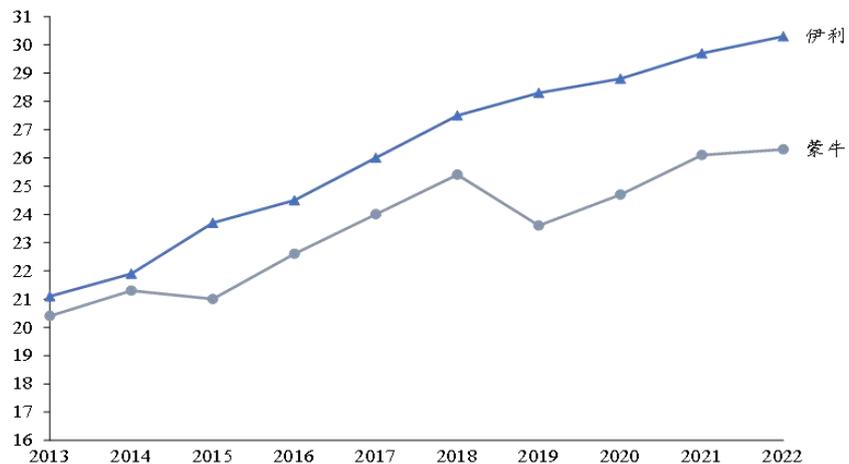
图表 13: 奶酪品类的零售额和增速情况



数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

双寡头格局清晰, 竞争走向差异化。伊利与蒙牛作为乳制品行业双雄, 合计市占率从 2013 年的 41.5% 不断提升到 2022 年的 56.6%, 其中 2022 年伊利和蒙牛的市场份额分别为 30.3% 和 26.3%。过去伊利和蒙牛在常温奶品类争夺激烈, 采用价格战方式抢占份额。看向未来, 伊利和蒙牛战略布局重点呈现差异化, 伊利凭借深厚的渠道壁垒侧重常温奶和奶粉, 奶粉业务重点发力, 实现金领冠与澳优双轮驱动, 蒙牛则在高速成长且格局未定的低温和奶酪抢先发力, 低温鲜奶打造“高端鲜奶新标杆”的每日鲜语品牌, 稳居高端鲜奶第一地位, 奶酪业务收购妙可蓝多, 自身品牌爱式晨曦也将与妙可蓝多整合。我们认为未来的乳制品行业竞争已从过去较为单一的价格竞争, 转变为产品、渠道和品牌的综合性竞争。

图表 14: 乳制品行业双寡头格局清晰, CR2 市占率不断提升 (%)



数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

3 常温奶稳健，各事业部持续升级

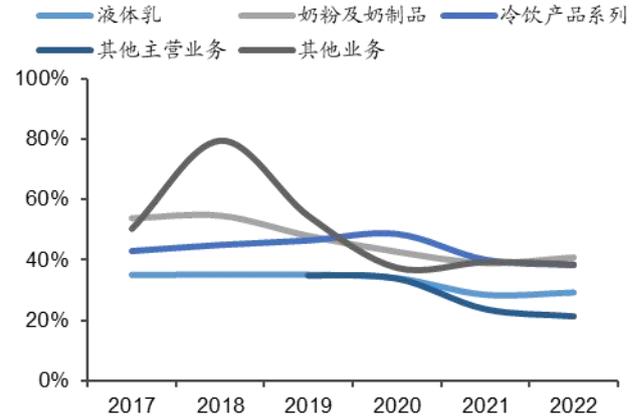
伊利产品矩阵完善，在各细分品类均占据龙头地位。根据尼尔森数据显示，2022年公司液态类乳品零售额市占份额为33.4%，稳居细分市场第一；婴幼儿配方奶粉零售额市占份额为12.4%，跃居细分市场第二；成人奶粉零售额市占份额为25.3%，位列细分市场第一；奶酪业务的终端市场零售额份额比2021年提升了3.5个百分点；冷饮业务市场份额保持市场第一，连续28年稳居全国冷饮行业龙头地位。

图表 15: 公司主营业务收入占比



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 16: 公司分业务毛利率



数据来源: wind, 华福证券研究所

公司按照产品系列及服务划分，以事业部的形式，构建了液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、奶酪五大产品业务群。在公司的战略统筹和专业管理下，事业部于各自业务领域内开展产、供、销运营活动。

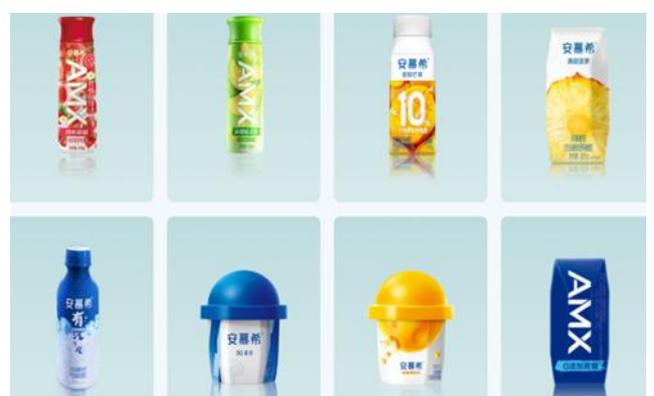
常温奶：基本盘稳固，产品升级与新兴渠道促成长。 常温奶业务现有三大系列产品超 200 亿级规模（“伊利纯牛奶”“金典纯牛奶”“安慕希常温酸奶”）、其他品类包括基础白奶、优酸乳、儿童奶和风味奶，其中金典在常温有机液体乳细分品类的市占率为 51.24%（截至 2021 年年底）。看向未来，常温奶业务作为公司的基本盘将实现稳健增长：1）常温白奶在疫后受益于消费者健康意识提升，景气度提升；2）产品升级，金典系列持续向高端化推进，2022 年公司研发上市了金典超滤、金典有机娟姗、金典有机 A2 等系列新品，安慕希系列不断开发新口味和新包装，2022 年相继推出了 AMX 果味奶昔、气泡酸奶等系列新品，满足消费者“美味+健康”需求；3）新兴渠道，受益于公司加快 O2O、社群团购、生鲜平台等新兴渠道的拓展，同时影院、餐饮等特殊渠道的专业定制化服务能力提高，常温奶的渗透率将不断提升。

图表 17: 金典系列持续高端化升级



数据来源: 天猫, 华福证券研究所

图表 18: 安慕希推出新口味、新包装



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

低温鲜奶：蓝海赛道，超巴奶打开销售半径。 2019 年底，公司推出“金典”低温牛奶，开始布局超巴奶，在 2020 年底，伊利对旗下的鲜牛奶系列产品进行了全新升级，包括金典鲜牛奶和伊利鲜牛奶两款。目前，伊利低温业务战略卡位一二线

市场，通过精选近奶源市场、布局高端产品。我们认为低温鲜奶品类业务收入将保持快速增长：1) 行业前景广阔，低温奶通常含有更好的优质乳蛋白，营养价格更高，我国居民健康意识的崛起以及冷链的发展为低温奶的腾飞奠定坚实基础，Euromonitor 数据显示中国大陆的低温奶近 5 年 CAGR 均呈双位数增长；2) 超巴奶打破销售半径限制，传统巴氏奶在冷链系统中可保存约 3-7 天，因此受到运输半径限制，区域乳企具备一定优势。超巴奶口感与营养价值与巴氏奶相似，但能够延长保质期至 15 天以上，市场格局有望迎来改变；3) 伊利具备奶源、渠道、营销等多方面的竞争优势，奶源方面，伊利掌握国内第一大牧业优然牧业、中地乳业以及新西兰乳企 Westland Dairy；渠道端伊利壁垒深厚，兼具广度和深度，同时新兴零售渠道也占据先机，低温鲜奶可以借助现有渠道实现快速铺货；营销方面公司可充分利用爆款 IP、合作、代言等多种方式实现线上线下联动，共同推高品牌的美誉度和知名度。

低温酸奶：强化功能性定位，后续高端化空间较大。过去我国国内酸奶产品品类单一，以低端为主，但目前区域乳企已经开始重视差异化、功能化打法，推动产品高端化升级从而实现更高利润率，例如卡士推出餐后专属的助消化酸奶，达能碧悠卡趣滋谷物组合酸奶定位于代餐酸奶，简爱 40 周酸奶定位于 0 添加并有效促进肠道通畅。伊利尽管低温酸奶份额较高，但以中低端为主，盈利能力依旧较差，价格战竞争激烈，我们认为伊利有望在低温酸奶领域通过创新产品种类，培育超大单品推动低温酸奶品类高端化升级，实现业绩的增长。当前伊利低温酸奶主要有三大品牌，“畅轻”主打餐后概念，通过添加益生菌双菌种和膳食纤维帮助肠道消化；“每益添”是活性乳酸菌饮品品牌，2021 年进行产品升级，每小瓶含有 500 亿活性益生菌，2022 年上市 0 蔗糖版每益添，为消费者提供控糖助消化新选择。“JoyDay”芯趣多是酸奶品类中极具差异化的品牌，口味独特，通过添加巧克力豆吸引消费者。

图表 19：伊利低温鲜奶产品矩阵


金典鲜牛奶
每 100ML 单价：4.2 元



伊利鲜牛奶
每 100ML 单价：1.88 元

数据来源：天猫，华福证券研究所

图表 20：伊利低温酸奶产品矩阵


畅轻：主打餐后场景，助力肠道吸收



每益添：健康功能的乳酸菌饮料



JoyDay：差异化口味

数据来源：公司官网，华福证券研究所

奶粉：携手澳优份额加速提升，有效提升盈利能力。伊利在奶粉业务积淀深厚，奶粉业务主要有三大品牌——婴配粉“金领冠”、儿童奶“QQ 星”和成人奶粉“欣活”，2022 年成功收购“澳优”，奶粉品类通常具备较高利润，也是公司重点发力的品类之一，2019 年至今公司奶粉业务份额提升加速，我们认为伊利奶粉业务未来也将保持快速增长：1) “澳优”整合赋能，提供增长动力，在奶源上澳优掌握优质且稀缺的羊奶资源，是羊奶第一品牌，能够有效补充伊利现有的产品矩阵，在渠道上澳优的优势渠道在于母婴连锁店，伊利的优势渠道是在单体母婴店，二者能够有效互补提升份额；2) “金领冠”内生增长，金领冠主打母乳喂养，针对中国母乳的配方已经改变了消费者对于国产奶粉的认知，同时伊利在产品上有望通过营养升级等方式不断推动产品高端化，在渠道上加大母婴渠道建设，提升渗透率；3) 成人奶粉赛道景气，我国老龄化趋势明显，受益于银发经济，成人奶粉品类近 5 年复合增速为高个位数，未来成长可期。

奶酪：积极布局，份额提升。公司 2018 年正式进军奶酪业务，2019 年收购新西兰第二大乳企威士兰 (Westland)，引进牧恩黄油，不断扩充产品线，现有儿童奶酪、佐餐奶酪和厚乳酪三大产品线，我们认为伊利奶酪业务一方面受益于行业增长，另一方面伊利的常温奶酪能够利用现有的渠道资源以及伊利强产品力背书从而实现快

速铺货，此外伊利专门成立伊家好奶酪子公司，提高业务的灵活度，并通过引入核心员工持股平台的创新模式，使员工与公司利益共享、风险共担，从而激发奶酪业务内生动力与活力。

冷饮：高端化趋势明显，行业加速整合。 冷饮行业当前高端化趋势明显，冷饮正在从传统的解暑产品升级为体现精致生活方式的产品，伊利顺应高端化趋势，推出高端品牌须尽欢、甄稀以及绮炫系列，此外也在积极与故宫等进行跨界合作。2018年公司收购泰国企业 Chomthana，Chomthana 作为泰国本土最大的冰淇淋企业，拥有超过 37 年的行业经验，此次收购加快公司在东南亚冷饮市场的布局。截至 2023 年半年报，公司在海外市场的销售规模持续扩大，公司已经成功探索了并购及泰国当地运营的盈利模式，公司也在积极研究和布局除冷饮外的其它品类，包括酸奶、白奶等，进一步扩大海外市场规模。从供给端来说，疫情以及成本上涨加速了行业整合，伊利也抓住机遇抢占更多终端网点。因此，我们认为伊利的冷饮业务将在未来保持较好的增长趋势。

图表 21：公司奶粉业务相关品牌


数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 22：公司高端冷饮品牌


数据来源：公司官网，华福证券研究所

创新品类：不断试水新兴业务。 对标国际巨头雀巢的发展路程，雀巢聚焦“健康食品”大赛道，通过内生和延长从较为单一的乳制品赛道走向饮料、营养保健、预制食品、巧克力等多元化发展之路，横向拓品类。伊利同样定位于“全球健康食品提供者”，在产品上布局乳品、乳及植物基营养品、天然矿泉水等高增长业务，例如在植物基领域推出“植选”，在包装水产品类推出“伊刻活泉”，伊利在新兴业务上试水、进行拓品类的尝试有利于其不断挖掘增长点，实现持续成长。

4 多因素驱动公司利润率提升

从利润端来看，公司 21-25 年五年期规划给出净利润率目标提升至 9%-10%。我们认为公司净利润率提升的驱动因素在于：

1) 品类结构调整：公司过去毛利率的提升主要依靠品类内产品的高端化升级，例如高端有机奶金典、安慕希等，现阶段公司毛利率提升主要依靠产品结构的调整，公司重点发力如奶粉、奶酪、冷饮等高毛利品类。

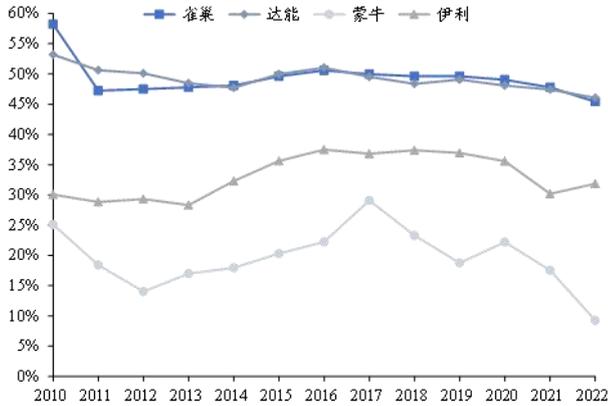
2) 布局专业营养方向：雀巢、达能毛利率水平已经进入较为稳定区间，在 50% 水平浮动，而伊利毛利率仍处于上行通道，2022 年伊利毛利率为 32.0%，较雀巢、达能仍有超过 10% 的差距，我们认为伊利与国际巨头之间毛利率之间差异其中一方面原因是国际巨头在专业营养方向等高毛利品类收入占比较高，拉动整体毛利率，而伊利当前产品结构还较为单一，伊利有望通过在专业营养方向布局，提高整体毛利率水平。

3) 费用率稳中有降：从伊利和蒙牛竞争来看，二者在竞争格局发生变化或者

200 亿级大单品出现时会增加费用投放从而抢夺市场，例如 2013 年 200 亿级大单品高端常温酸奶推出之后，蒙牛和伊利通过价格战方式抢夺市场，带动销售费用率明显提升。2019 年以后，伊利和蒙牛在常温奶领域竞争接近尾声，例如根据 Euromonitor 数据，2022 年伊利蒙牛合计市场份额超 80%，持续价格战难以帮助企业实现份额上大幅提升。预计在利润导向下，伊利销售费用率稳中有降。

4) 生鲜乳成本下降：新一轮产能扩张导致上游原奶供应过剩，2023 年年初至今原奶价格同比下跌，原奶价格下降有望驱动毛利率改善。

图表 23: 伊利蒙牛毛利率较雀巢达能有较大差距



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 24: 伊利和蒙牛销售费用率变化对比



数据来源: wind, 华福证券研究所

5 发力数智化转型，迈进全球第一乳企

数智化赋能最强乳业。近年来，公司以实现“消费者价值领先”为前提，从核心业务场景赋能、数据和技术能力建设以及生态网络构建等方面，推动并促进营销、供应链等专业领域的创新变革，加快了业务数字化运营转型进程。**渠道端**，公司成立专业团队开发和管理相应的数字化渠道，并与互联网企业开展深度合作，整合各类数字化渠道流量，推动线上线下一体化营销，预计未来数字化渠道会给公司带来更大增量。**营销端**，公司持续推进消费者数字化运营模式转型升级，围绕“潜在客户-新客转化-老客留存”的会员服务链路，不断探索优化消费者运营模式，升级智慧终端，整合线上线下营销资源，全面提升消费者产品与服务体验满意度。

数智化显著提升公司经营管理效率。根据投资者日活动介绍，伊利现代智慧健康谷是当前数智化程度最高的乳业智造标杆，其中液态奶全球智造标杆基地的灌装生产线，每小时生产 40000 包产品，效率较之前提升近 2 倍，是全球灌装速度最快、自动化和智能化水平最高的灌装生产线。通过全产业链的数智化转型，伊利端到端的产品创新周期缩短 20%，间接采购效率提升 40%，采购成本下降 10%，整体采购成本对比行业市场保持了 5%到 7%左右的优势。

图表 25: 伊利现代智慧健康谷俯瞰图



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 26: 伊利现代智慧健康谷液态奶智能化生产线



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

6 盈利预测与投资建议

6.1 关键假设

我们将公司业务拆分成液体乳、奶粉及奶制品（包括澳优）、冷饮产品系列其他主营业务和其他业务这五个部分，对 2023-2025 年业绩做出以下假设：

(1) 液体乳。考虑到疫情期间消费疲软但伊利液体乳销量仍维持在 6.7% 的增幅，同时考虑到疫后居民健康意识有所提升、同时短期消费能力尚待恢复液体乳销量稳中有升，同时预计未来在需求端逐步恢复，我们预计 2023-2025 年公司液体乳营收 874.84/918.94/974.81 亿元，同比增长 3.0%/5.0%/6.1%。受益产品结构优化升级，毛利率稳中有升。

(2) 奶粉及奶制品。公司奶粉业务受益产品创新以及全人群、全价格带的覆盖，近年来实现了营收高增长，我们预计 2023-2025 年公司奶粉及奶制品营收 272.79/297.72/331.19 亿元，同比增 3.9%/9.1%/11.2%，毛利率将受益婴配业务的恢复有所增长。

(3) 冷饮产品系列。由于短期内伊利品牌在国内的绝对龙头地位难以撼动，叠加公司正扩宽东南亚市场，强大的品牌和供应链体系有望继续做大市场，持续放量，因此我们预计 2023-2025 年公司冷饮产品系列营收 106.29/120.34/138.83 亿元，同比增长 11.1%/13.2%/15.4%。

(4) 我们预计 2023-2025 年其他主营营收分别为 4.35/4.78/5.26 亿元，同比增长 10%/10%/10%；其他业务营收分别为 16.62/17.04/17.46 亿元，同比增长-18%/2%/2%。

费用率方面，受澳优并表影响 2022 年公司费用率上升，但 2023 年公司降本增效成效显著，我们预计 2023-2025 年公司销售费用率分别为 18.0%/17.8%/17.7%，管理费用率分别为 4.0%/4.2%/4.4%。

图表 27: 公司业绩拆分预测表 (亿元)

亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1101.44	1226.98	1274.89	1358.82	1467.53
YOY	14.1%	11.4%	3.9%	6.6%	8.0%
毛利率	30.6%	32.3%	32.5%	33.1%	33.8%
净利润	87.05	94.31	104.25	116.38	132.14
净利率	7.9%	7.7%	8.2%	8.6%	9.0%
液态奶产品	849.11	849.26	874.84	918.94	974.81
YOY	11.5%	0.0%	3.0%	5.0%	6.1%
毛利率	28.3%	29.1%	29.8%	30.5%	31.2%
占比	77.1%	69.2%	68.6%	67.6%	66.4%
奶粉及奶制品	162.09	262.60	272.79	297.72	331.19
YOY	25.8%	62.0%	3.9%	9.1%	11.2%
毛利率	39.2%	41.1%	38.7%	38.7%	39.2%
占比	14.7%	21.4%	21.4%	21.9%	22.6%
冷饮产品系列	71.61	95.67	106.29	120.34	138.83
YOY	16.3%	33.6%	11.1%	13.2%	15.4%
毛利率	40.3%	38.5%	37.9%	38.5%	38.5%
占比	6.5%	7.8%	8.3%	8.9%	9.5%
其他主营业务	1.82	3.95	4.35	4.78	5.26
YOY	1.9%	116.6%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
其他	21.33	20.22	16.62	17.04	17.46
YOY	38.4%	-5.2%	-17.8%	2.5%	2.5%
占比	1.9%	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

6.2 投资建议

2024年1月5日, 公司全资子公司盛泰创投转让其持有的昌吉盛新95%的股权给鄂托克旗新亚公司, 交易对价为26.47亿元。此次交易预计将为公司2024Q1净利润带来可观增量, 但由于具体影响金额尚待公司披露, 故本次报告尚不计入24年归母净利润。

基于上述假设, 我们预计公司2023-2025年可实现营收1274.89/1358.82/1467.53亿元, 同比增长3.9%/6.6%/8.0%; 不考虑煤炭资产收益下, 公司归母净利润预计104.25/116.38/132.14亿元, 同比增长10.5%/11.6%/13.5%, 当前股价对应23-25年PE分别为16x/15x/13x。考虑到公司作为乳业龙头, 竞争优势明确, 未来成长可期, 我们给予公司2024年21X PE, 对应目标价为38.39元/股。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

图表 28: 可比公司估值

可比公司		总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
股票代码	公司简称		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
2319.HK	蒙牛乳业	632.16	51.85	58.49	68.86	79.98	12.19	10.81	9.18	7.90
600419.SH	天润乳业	32.31	1.97	1.84	2.21	2.61	16.44	17.53	14.61	12.40
600597.sh	光明乳业	119.79	3.61	6.35	7.05	8.25	33.21	18.88	16.99	14.52
002732.SZ	燕塘乳业	27.03	0.99	1.73	2.04	2.43	27.21	15.67	13.22	11.13
002946.SZ	新乳业	82.68	3.62	4.76	6.31	7.95	22.87	17.37	13.11	10.40
平均								16.05	13.42	11.27
600887.SH	伊利股份	1716.30	94.31	104.25	116.38	132.14	18.20	16.46	14.75	12.99

数据来源: iFind, 华福证券研究所 (注: 总市值截至 2024 年 2 月 1 日, 除天润乳业来自团队预测, 其余可比公司 23-25 年归母净利润均来自于 iFind 一致预期)

7 风险提示

行业促销竞争加剧的风险: 如果乳企竞争走向价格战, 将会对企业成长带来不利影响。

终端需求不及预期的风险: 自疫情放开、疫情影响散退后, 乳制品终端需求一直呈现出弱复苏局面, 未来乳制品消费情况将影响各个乳企营收端的恢复。

食品安全事件对行业带来不利影响的风险: 三聚氰胺事件不仅导致大量婴幼儿深受其害, 也对企业口碑带来深远影响, 一旦再发生将会对企业成长甚至行业声誉带来不利影响。

海外市场扩张不及预期的风险: 公司近年来拓展海外业务例如收购 Chomthana 扩张公司冷饮业务在东南亚的布局等, 泰国冷饮市场若增长乏力会存在公司盈利不及预期的风险。

图表 29: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	33,853	35,175	37,491	40,490	营业收入	122,698	127,489	135,882	146,753
应收票据及账款	3,250	2,476	2,690	3,019	营业成本	83,119	86,103	90,948	97,222
预付账款	1,834	2,760	3,825	5,061	税金及附加	742	769	807	882
存货	14,836	11,943	12,658	13,943	销售费用	22,908	22,948	24,187	25,975
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,343	5,100	5,707	6,457
其他流动资产	7,690	5,030	5,728	6,211	研发费用	822	892	1,087	1,174
流动资产合计	61,463	57,384	62,391	68,725	财务费用	-728	440	236	101
长期股权投资	4,563	4,563	4,563	4,563	信用减值损失	-137	-78	-108	-108
固定资产	33,735	35,937	37,891	39,627	资产减值损失	-792	-450	-502	-543
在建工程	3,417	3,417	2,767	2,067	公允价值变动收益	94	116	125	114
无形资产	4,648	5,183	5,665	6,098	投资收益	244	462	442	462
商誉	4,954	4,954	4,954	4,954	其他收益	964	964	764	564
其他非流动资产	18,185	18,305	18,271	18,255	营业利润	10,860	12,246	13,625	15,426
非流动资产合计	69,502	72,358	74,111	75,565	营业外收入	61	56	58	58
资产合计	130,965	129,743	136,503	144,289	营业外支出	291	308	258	286
短期借款	26,799	19,357	16,159	13,791	利润总额	10,630	11,994	13,425	15,199
应付票据及账款	16,807	17,044	18,026	19,328	所得税	1,312	1,516	1,729	1,918
预收款项	0	0	0	0	净利润	9,318	10,477	11,696	13,280
合同负债	8,913	8,798	9,661	10,407	少数股东损益	-113	52	58	66
其他应付款	2,960	2,960	2,960	2,960	归属母公司净利润	9,431	10,425	11,638	13,214
其他流动负债	6,691	6,563	7,039	7,629	EPS (摊薄)				
流动负债合计	62,170	54,721	53,844	54,115					
长期借款	9,298	11,623	14,411	17,669					
应付债券	3,482	3,482	3,482	3,482					
其他非流动负债	1,872	1,872	1,872	1,872					
非流动负债合计	14,653	16,977	19,765	23,024					
负债合计	76,822	71,699	73,609	77,139					
归属母公司所有者权益	50,268	54,117	58,907	63,098					
少数股东权益	3,875	3,928	3,986	4,052					
所有者权益合计	54,143	58,044	62,893	67,150					
负债和股东权益	130,965	129,743	136,503	144,289					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	13,420	19,851	16,126	17,226
现金收益	12,478	15,230	16,570	18,280
存货影响	-5,919	2,893	-715	-1,286
经营性应收影响	-664	298	-777	-1,022
经营性应付影响	2,354	237	982	1,302
其他影响	5,172	1,192	65	-49
投资活动现金流	-19,514	-6,315	-6,317	-5,993
资本支出	-10,990	-7,049	-6,424	-6,368
股权投资	-353	0	0	0
其他长期资产变化	-8,171	734	107	376
融资活动现金流	8,781	-12,213	-7,493	-8,234
借款增加	18,730	-5,118	-410	891
股利及利息支付	-7,500	-8,502	-10,629	-10,764
股东融资	166	0	0	0
其他影响	-2,615	1,407	3,546	1,640

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	11.4%	3.9%	6.6%	8.0%
EBIT 增长率	2.8%	25.6%	9.9%	12.0%
归母公司净利润增长率	8.3%	10.5%	11.6%	13.5%
获利能力				
毛利率	32.3%	32.5%	33.1%	33.8%
净利率	7.6%	8.2%	8.6%	9.0%
ROE	17.4%	18.0%	18.5%	19.7%
ROIC	15.1%	19.2%	19.8%	20.7%
偿债能力				
资产负债率	58.7%	55.3%	53.9%	53.5%
流动比率	1.0	1.0	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转天数	7	8	7	7
存货周转天数	51	56	49	49
每股指标 (元)				
每股收益	1.48	1.64	1.83	2.08
每股经营现金流	2.11	3.12	2.53	2.71
每股净资产	7.90	8.50	9.25	9.91
估值比率				
P/E	18	16	15	13
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	105	86	79	72

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn