

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
人民币 28.57 人民币 34.50个 +20.7%

2025 年 9 月 1 日

伊利股份 (600887 CH)

2Q25 业绩超预期，液体乳业务稳健发展；维持买入

☉ **上半年业绩超预期，液体乳业务表现优于行业：**1H25 公司总营业收入/扣非归母净利润同比增 3.4%/31.8%至 619.3 亿/71.6 亿元（人民币，下同）。盈利能力改善，上半年毛利率同比升 1.1 个百分点至 36.1%，主要受益于原奶成本红利；费用端管控成效显著，在去年同期高基数背景下销售费用率同比明显下降，进一步释放利润空间，扣非净利率同比升 2.4 个百分点至 11.3%。单季度来看，2 季度营业收入/扣非归母净利润同比增 5.8%/49.5%至 288.4 亿元/23.9 亿元，超出市场预期。公司业务结构进一步优化，多元化布局奶粉奶制品等业务，高附加值产品持续支持整体收入增长。公司充分展现了经营韧性，液态奶市场份额已企稳，当前奶价周期仍处底部，未来若迎来拐点，有望进一步释放利润弹性。考虑到上半年业绩和销售趋势（7、8 月需求未明显改善），我们更新 2025-27 年的盈利预测，基于 2026 年 20 倍预期市盈率上调目标价至 34.50 元人民币（原 33.3 元）。目前公司股价对应 2025 年预期股息率约 4.3%，股息率吸引。维持**买入**。

☉ **液体乳业务稳健发展，3 季度以来需求未明显改善：**液体乳业务上半年/2 季度营收同比下降 2.1%/0.8%至 361.2 亿元/164.9 亿元，2 季度降幅环比 1 季度收窄，整体表现好于行业。我们估算 2 季度常温奶量稳价略降，低温奶延续单位数增长。公司积极布局新兴渠道和下沉市场，推出高质价比的产品，公司份额保持平稳。短期来看，7、8 月需求未明显改善，需密切关注双节过后的供需和价格变化。管理层认为下半年有望看到行业供需进一步平衡。

☉ **婴配粉业务下半年有望释放增长潜力：**奶粉及奶制品业务上半年实现收入 165.8 亿元，同比增长 14.3%。婴配粉方面，公司在稳固线下渠道的同时积极通过直播等拓展线上渠道，下半年有望在补贴刺激下释放增长潜力。奶酪业务上半年 To C/To B 业务分别实现正增长/20%+，均有良好增长空间。冷饮业务收入 82.3 亿元，同比增 12.4%，恢复双位数增长。

☉ **下调盈利预测，维持买入：**基于上半年业绩和近期销售情况，我们下调 2025-26 年的收入预测 7-9%。公司盈利能力改善，管理层重申全年净利率 9%的目标，我们认为有望达成。我们下调公司 2025-26 年归母净利润 6-7%至 110-121 亿元，基于 20 倍 2026 年市盈率（此前为 2025 年），我们上调目标价至 34.50 元人民币。

财务数据一览

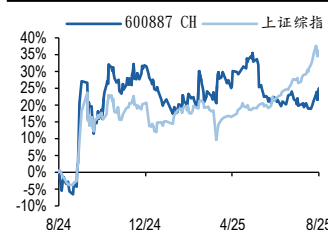
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	126,179	115,780	119,064	123,078	126,999
同比增长(%)	2.4	-8.2	2.8	3.4	3.2
净利润(百万人民币)	10,429	12,453	10,980	12,086	13,092
每股盈利(人民币)	1.63	1.96	1.72	1.90	2.06
同比增长(%)	10.6	20.0	-11.8	10.1	8.3
前EPS预测值(人民币)			1.85	2.02	
调整幅度(%)			-6.8	-6.2	
市盈率(倍)	17.5	14.6	16.6	15.0	13.9
每股账面净值(人民币)	8.37	8.35	8.85	9.42	10.04
市账率(倍)	3.41	3.42	3.23	3.03	2.85
股息率(%)	4.2	4.2	4.3	4.7	5.0

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	30.98
52周低位(人民币)	21.37
市值(百万人民币)	180,715.54
日均成交量(百万)	211.29
年初至今变化(%)	(5.33)
200天平均价(人民币)	28.39

资料来源: FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

钱昊, CFA

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

图表 1：盈利预测变化

(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	119,064	127,375	-6.5%	123,078	135,383	-9.1%	126,999	N/A	N/A
液体乳	74,469	81,749	-8.9%	75,815	85,869	-11.7%	76,956	N/A	N/A
毛利润	41,628	44,006	-5.4%	43,676	47,287	-7.6%	45,478	N/A	N/A
毛利率	35.0%	34.5%	0.5ppts	35.5%	34.9%	0.6ppts	35.8%	N/A	N/A
经营利润	12,833	13,389	-4.1%	14,121	14,927	-5.4%	15,291	N/A	N/A
经营利润率	10.8%	10.5%	0.3ppts	11.5%	11.0%	0.4ppts	12.0%	N/A	N/A
归母净利润	10,980	11,777	-6.8%	12,086	12,885	-6.2%	13,092	N/A	N/A
净利率	9.2%	9.2%	0.0ppts	9.8%	9.5%	0.3ppts	10.3%	N/A	N/A

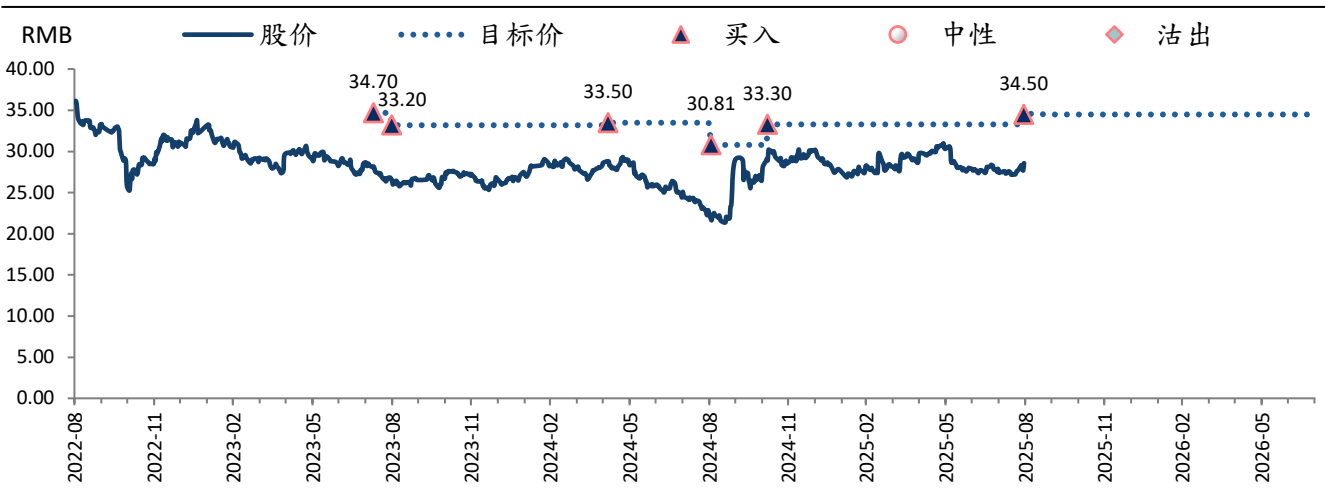
资料来源：交银国际预测

图表 2：交银国际预测 vs. VA 一致预期

(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	交银国际 预测	VA 预期	差异	交银国际 预测	VA 预期	差异	交银国际 预测	VA 预期	差异
营业收入	119,064	119,554	-0.4%	123,078	124,015	-0.8%	126,999	128,418	-1.1%
液体乳	74,469	75,895	-1.9%	75,815	77,965	-2.8%	76,956	79,777	-3.5%
毛利润	41,628	40,765	2.1%	43,676	42,397	3.0%	45,478	44,063	3.2%
毛利率	35.0%	34.1%	0.9ppts	35.5%	34.2%	1.3ppts	35.8%	34.3%	1.5ppts
经营利润	12,833	12,242	4.8%	14,121	13,380	5.5%	15,291	14,301	6.9%
经营利润率	10.8%	10.2%	0.5ppts	11.5%	10.8%	0.7ppts	12.0%	11.1%	0.9ppts
归母净利润	10,980	11,232	-2.2%	12,086	12,361	-2.2%	13,092	13,313	-1.7%
净利率	9.2%	9.4%	-0.2ppts	9.8%	10.0%	-0.1ppts	10.3%	10.4%	-0.1ppts

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测

图表 3：伊利股份 (600887 CH) 评级及目标价



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	322.40	394.00	22.2%	2025 年 08 月 20 日	潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	27.98	35.90	28.3%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.40	10.15	20.8%	2025 年 07 月 31 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	15.20	21.51	41.5%	2025 年 08 月 29 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	28.57	34.50	20.7%	2025 年 09 月 01 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.79	12.30	39.9%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.39	4.00	-8.9%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	27.71	13.40	-51.6%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	14.75	10.40	-29.5%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	61.45	84.00	36.7%	2025 年 08 月 28 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	26.24	36.60	39.5%	2025 年 08 月 29 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	73.71	87.22	18.3%	2025 年 04 月 02 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	42.60	52.96	24.3%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	24.76	22.64	-8.6%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.41	2.79	15.8%	2025 年 07 月 22 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	48.12	48.70	1.2%	2025 年 08 月 22 日	零售
2020 HK	安踏	买入	96.00	117.90	22.8%	2025 年 08 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	18.89	16.28	-13.8%	2025 年 07 月 15 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.52	0.74	42.3%	2025 年 08 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.22	2.98	-7.5%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测 数据截至 2025 年 8 月 29 日

2025 年 9 月 1 日

伊利股份 (600887 CH)

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	126,179	115,780	119,064	123,078	126,999
主营业务成本	(84,789)	(76,299)	(77,437)	(79,402)	(81,521)
毛利	41,391	39,481	41,628	43,676	45,478
销售及管理费用	(27,726)	(22,447)	(27,369)	(28,291)	(29,065)
研发费用	(850)	(870)	(893)	(923)	(952)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	34,899
经营利润	12,815	16,163	13,366	14,462	50,359
财务成本净额	153	592	(182)	88	342
其他非经营净收入/费用	(1,247)	(2,628)	(406)	(483)	(35,464)
税前利润	11,721	14,127	12,778	14,066	15,236
税费	(1,437)	(1,663)	(1,789)	(1,969)	(2,133)
非控股权益	144	(11)	(10)	(11)	(11)
净利润	10,429	12,453	10,980	12,086	13,092
作每股收益计算的净利润	10,429	12,453	10,980	12,086	13,092

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	43,372	25,404	27,716	30,452	33,587
有价证券	11	6	6	6	6
应收账款及票据	3,500	3,255	3,361	3,475	3,585
存货	12,512	10,745	10,902	11,176	11,472
开发中物业及土地预付款	1,480	1,176	1,209	1,250	1,290
短期应收收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	8,481	26,033	26,033	26,033	26,033
总流动资产	69,355	66,619	69,228	72,392	75,973
投资物业	615	654	654	654	654
物业、厂房及设备	35,242	34,619	35,528	36,365	37,110
其他有形资产	5,995	4,702	4,741	4,779	4,816
无形资产	4,729	4,780	4,815	4,849	4,881
合资企业/联营公司投资	4,408	3,992	3,992	3,992	3,992
长期应收收入	0	0	0	0	0
其他长期资产	31,275	38,353	38,354	38,368	38,394
总长期资产	82,265	87,099	88,083	89,006	89,847
总资产	151,620	153,718	157,310	161,398	165,820
短期贷款	39,755	36,355	36,355	36,355	36,355
应付账款	21,602	19,829	20,196	20,609	21,055
其他短期负债	15,503	33,741	33,765	33,794	33,823
总流动负债	76,860	89,925	90,316	90,758	91,232
长期贷款	11,705	4,687	4,687	4,687	4,687
长期应付账款	3,541	0	0	0	0
其他长期负债	2,193	2,099	2,107	2,116	2,125
总长期负债	17,440	6,786	6,793	6,802	6,811
总负债	94,300	96,710	97,109	97,560	98,044
股本	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366
储备及其他资本项目	47,173	46,814	49,998	53,624	57,552
股东权益	53,539	53,180	56,364	59,990	63,918
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
非控股权益	3,781	3,828	3,837	3,848	3,859
总权益	57,320	57,008	60,201	63,838	67,777

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	10,284	8,464	10,989	12,097	13,103
折旧及摊销	4,287	4,471	4,751	5,040	5,346
营运资本变动	(222)	5,021	128	55	68
利息调整	2,225	1,026	(182)	88	342
其他经营活动现金流	1,716	2,758	(203)	(205)	(199)
经营活动现金流	18,290	21,740	15,482	17,075	18,660
资本开支	(6,956)	(3,978)	(5,782)	(6,016)	(6,244)
投资活动	(9,136)	(28,663)	0	0	0
其他投资活动现金流	48	(68)	225	225	225
投资活动现金流	(16,044)	(32,709)	(5,557)	(5,791)	(6,020)
负债净变动	16,486	2,533	0	0	0
权益净变动	162	0	0	0	0
股息	(8,416)	(9,092)	(7,614)	(8,548)	(9,506)
其他融资活动现金流	(973)	(719)	0	0	0
融资活动现金流	7,258	(7,278)	(7,614)	(8,548)	(9,506)
汇率收益/损失	14	280	0	0	0
年初现金	33,853	43,372	25,404	27,716	30,452
年末现金	43,372	25,404	27,716	30,452	33,587

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	1.630	1.956	1.725	1.899	2.057
全面摊薄每股收益	1.630	1.956	1.725	1.899	2.057
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	1.194	1.214	1.225	1.329	1.440
每股账面值	8.366	8.354	8.854	9.424	10.041
利润率分析 (%)					
毛利率	32.8	34.1	35.0	35.5	35.8
EBITDA利润率	13.6	17.8	15.2	15.8	43.9
EBIT利润率	10.2	14.0	11.2	11.7	39.7
净利率	8.3	10.8	9.2	9.8	10.3
盈利能力 (%)					
ROA	7.4	8.2	7.1	7.6	8.0
ROE	20.1	23.3	20.0	20.8	21.1
ROIC	14.6	14.7	17.0	14.8	16.2
其他					
净负债权益比 (%)	14.1	27.4	22.1	16.6	11.0
利息覆盖率	7.8	11.3	10.2	11.2	32.9
流动比率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转天数	54.5	52.1	52.1	52.1	52.1
应收账款周转天数	9.0	9.2	9.2	9.2	9.2
应付账款周转天数	60.1	59.7	59.7	59.7	59.7

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025 年 9 月 1 日

伊利股份 (600887 CH)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。