



伊利 (600887.CH): 业绩表现充分彰显了伊利的长期竞争优势; 上调至“买入”

- **1H25 业绩充分彰显了伊利的长期竞争优势:** 面对行业周期性挑战以及需求下降的压力, 伊利 1H25 收入同比增长 3.4%。考虑到伊利目前健康的渠道库存水平以及较为审慎的发货态度, 我们认为伊利 1H25 收入增长与终端的销售趋势是匹配的, 意味着公司在逆境中持续抢占市场份额。其中, 液态奶收入同比仅下降 2.1%, 跌幅远小于主要竞争对手。伊利 1H25 核心经营利润同比大幅增长 26%, 核心经营利润率同比大幅扩张 2.4ppt, 不仅归功于原奶价格下降带来毛利率的扩张 (提升 1.1ppt), 也来自于整体费用率的下降。我们认为, 伊利 1H25 业绩表现大幅好于主要竞争对手, 主要是基于以下竞争优势:

(1) **更强大的渠道掌控力:** 伊利从 2Q25 开始积极让利于渠道, 确保经销商的盈利能力, 令经销商有更大的动力来推广伊利的产品。另外, 公司积极拥抱新兴零售渠道, 包括电商、会员店、私域零售等, 并针对不同渠道推出个性化和定制化的新产品。管理层表示新兴零售渠道 1H25 对公司液态奶收入的贡献接近 30%, 同时带动新品收入贡献接近 15%。

(2) **更灵活的管理能力:** 在消费力下降的大背景下, 伊利积极布局和推广基础产品, 为消费者提供更高的质价比。1H25 液态奶收入小幅下滑主要是产品结构调整所导致的, 但公司液态奶销量基本保持同比稳定。面对行业变局, 我们认为伊利相较竞争对手在销量、单价与结构之间找到了更好的平衡, 确保了市场份额的稳定。

(3) **更均衡的品类结构:** 相较主要竞争对手, 伊利具有更均衡的品类结构。在液态奶需求承压的情况下, 伊利的奶粉、奶酪、冰激凌等品类在 1H25 都录得同比双位数的收入增长, 且这些品类总的收入贡献超过了 40%。这些高毛利品类的增长抵消了液态奶收入的下滑, 同时也缓解了液态奶结构下降对利润率的影响, 利好整体经营利润率的提升。

- **2H25 收入趋势有望维持, 但利润率可能承压:** 根据我们的调研, 公司 7-8 月的液态奶收入基本维持 2Q25 的趋势。我们认为 9 月为中秋国庆“双节”的备货情况将很大程度上影响公司 3Q25 的收入表现, 而明年较晚的春节可能会对 4Q25 的收入带来一定的负面影响。利润率方面, 原奶价格同比跌幅大幅收窄、液态奶产品结构继续下降、行业促销力度持续加大以及公司继续策略性地让利渠道都可能令公司 2H25 毛利率与经营利润率承压。尽管如此, 我们预测公司 2025 全年经营利润率同比扩张 1.0ppt 至 10.9%, 归母净利润率同比提升 2.2ppt 至 9.5% (好于公司 9% 的目标)。

- **市场情绪有望持续改善, 上调至“买入”:** 在行业下行周期中, 伊利相较竞争对手更强的业绩韧性以及更稳健的市场份额有望增强投资者对伊利基本面的信心, 从而加大市场对伊利的投资热度, 利好公司估值水平的提升。伊利目前的股价交易在 14 倍 2025 P/E, 远低于其历史平均水平, 估值依然有上修空间。我们小幅上调伊利目标价至人民币 34.1 元 (基于 16 倍未来 12 个月的滚动 P/E), 并上调评级至“买入”。相较蒙牛, 我们更看好伊利的业绩与股价表现。

- **投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争加剧、原奶价格大幅上升。

林闻嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

张嘉

消费分析师

constance_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2025 年 8 月 30 日

评级

买入

| | |
|--------------------|-----------|
| 目标价 (人民币) | 34.1 |
| 潜在升幅/降幅 | +19.2% |
| 目前股价 (人民币) | 28.6 |
| 52 周内股价区间 (人民币) | 21.1-32.0 |
| 总市值 (百万人民币) | 180,716 |
| 近 3 月日均成交额 (百万人民币) | 1,308.3 |

注: 截至 2025 年 8 月 29 日收盘价

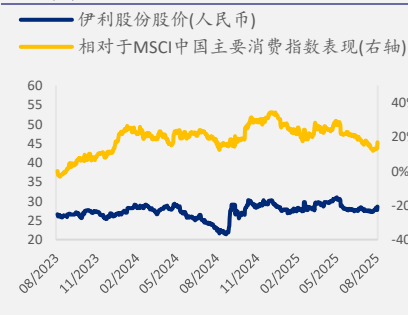
市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究



图表 1: 盈利预测和财务指标

| 百万人民币 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 126,179 | 115,780 | 119,861 | 124,047 | 129,657 |
| 同比变动 (%) | 2.4% | -8.2% | 3.5% | 3.5% | 4.5% |
| 归母净利润 | 10,429 | 8,453 | 11,402 | 12,913 | 14,021 |
| 同比变动 (%) | 10.6% | -18.9% | 34.9% | 13.3% | 8.6% |
| PE (x) | 19.3 | 19.3 | 14.3 | 12.6 | 11.6 |
| ROE (%) | 18.5% | 14.8% | 19.5% | 20.9% | 21.4% |

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 伊利股份

利润表

| (百万人民币) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 126,179 | 115,780 | 119,861 | 124,047 | 129,657 |
| 同比 | 2.4% | -8.2% | 3.5% | 3.5% | 4.5% |
| 营业成本 | -84,789 | -76,299 | -78,277 | -81,083 | -84,759 |
| 税金及附加 | -733 | -733 | -791 | -818 | -855 |
| 毛利润 | 40,658 | 38,748 | 40,793 | 42,146 | 44,043 |
| 毛利率 | 32.2% | 33.5% | 34.0% | 34.0% | 34.0% |
| 销售费用 | -22,572 | -21,982 | -22,243 | -22,847 | -23,643 |
| 管理费用 | -5,154 | -4,465 | -4,518 | -4,629 | -4,693 |
| 其他经营收入及收益 | -850 | -870 | -923 | -955 | -998 |
| 经营利润 | 12,082 | 11,431 | 13,108 | 13,714 | 14,709 |
| 经营利润率 | 9.6% | 9.9% | 10.9% | 11.1% | 11.3% |
| 财务费用 | 153 | 592 | 607 | 724 | 992 |
| 其他收益 | 1,098 | 1,016 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 投资净收益 | -31 | 2,417 | 120 | 120 | 120 |
| 减值损失/收益 | -1,429 | -5,274 | -1,465 | -600 | -600 |
| 营业利润 | 11,873 | 10,182 | 13,370 | 14,958 | 16,221 |
| 营业外收入 | 230 | 78 | 78 | 78 | 78 |
| 营业外支出 | -382 | -133 | -450 | -300 | -300 |
| 利润总额 | 11,721 | 10,127 | 12,998 | 14,736 | 15,999 |
| 所得税 | -1,437 | -1,663 | -1,586 | -1,813 | -1,968 |
| 所得税率 | -12.3% | -16.4% | -12.2% | -12.3% | -12.3% |
| 净利润 | 10,284 | 8,464 | 11,412 | 12,923 | 14,031 |
| 减：少数股东损益 | -144 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| 归母净利润 | 10,429 | 8,453 | 11,402 | 12,913 | 14,021 |
| 归母净利润率 | 8.3% | 7.3% | 9.5% | 10.4% | 10.8% |
| 同比 | 10.6% | -18.9% | 34.9% | 13.3% | 8.6% |

资产负债表

| (百万人民币) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 43,372 | 25,404 | 26,666 | 30,052 | 34,130 |
| 现金及等价物 | 42,812 | 24,547 | 25,808 | 29,194 | 33,272 |
| 其他 | 559 | 858 | 858 | 858 | 858 |
| 应收票据及应收账款 | 3,305 | 3,129 | 3,331 | 3,447 | 3,603 |
| 预付款项 | 1,480 | 1,176 | 1,784 | 1,847 | 1,930 |
| 其他应收款 | 195 | 126 | 126 | 126 | 126 |
| 存货 | 12,512 | 10,745 | 10,723 | 11,107 | 11,611 |
| 其他流动资产 | 8,492 | 26,039 | 26,039 | 26,039 | 26,039 |
| 流动资产合计 | 69,355 | 66,619 | 68,668 | 72,618 | 77,439 |
| 长期股权投资 | 4,408 | 3,992 | 4,000 | 4,000 | 4,000 |
| 固定资产 | 35,242 | 34,619 | 34,264 | 34,279 | 33,964 |
| 在建工程 | 4,337 | 2,955 | 2,955 | 2,955 | 2,955 |
| 无形资产 | 4,729 | 4,780 | 4,804 | 4,816 | 4,814 |
| 商誉 | 5,160 | 2,337 | 2,337 | 2,337 | 2,337 |
| 递延所得税资产 | 1,699 | 2,074 | 2,074 | 2,074 | 2,074 |
| 其他非流动资产 | 26,689 | 36,342 | 34,242 | 34,363 | 34,445 |
| 非流动资产合计 | 82,265 | 87,099 | 84,676 | 84,823 | 84,589 |
| 短期借款 | 39,755 | 36,355 | 44,670 | 44,670 | 44,670 |
| 应付票据及应付账款 | 14,840 | 13,282 | 13,296 | 13,773 | 14,397 |
| 合同负债 | 8,696 | 12,073 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 应付职工薪酬 | 4,006 | 3,777 | 3,544 | 3,668 | 3,834 |
| 应交税费 | 654 | 850 | 850 | 850 | 850 |
| 其他应付款 | 2,756 | 2,770 | 2,770 | 2,770 | 2,770 |
| 其他流动负债 | 6,153 | 20,817 | 20,817 | 20,817 | 20,817 |
| 流动负债合计 | 76,860 | 89,925 | 90,948 | 91,549 | 92,339 |
| 长期借款 | 11,705 | 4,687 | 201 | 201 | 201 |
| 应付债券 | 3,541 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 2,193 | 2,099 | 2,099 | 2,099 | 2,099 |
| 非流动负债合计 | 17,440 | 6,786 | 2,300 | 2,300 | 2,300 |
| 股本 | 19,746 | 19,577 | 19,577 | 19,577 | 19,577 |
| 储备 | 33,793 | 33,603 | 36,681 | 40,168 | 43,953 |
| 少数股东权益 | 3,781 | 3,828 | 3,838 | 3,848 | 3,858 |
| 所有者权益合计 | 57,320 | 57,008 | 60,096 | 63,593 | 67,389 |

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

| (百万人民币) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 10,284 | 8,464 | 11,412 | 12,923 | 14,031 |
| 固定资产折旧 | 3,900 | 4,056 | 4,155 | 4,485 | 4,815 |
| 无形资产摊销 | 235 | 147 | 276 | 289 | 302 |
| 财务费用 | 2,225 | 1,026 | 607 | 724 | 992 |
| 存货的减少 | 1,789 | 585 | 22 | -384 | -504 |
| 经营性应收项目的减少 | -261 | 1,825 | -810 | -179 | -239 |
| 经营性应付项目的增加 | -1,751 | 2,611 | -7,292 | 600 | 790 |
| 其他 | 1,868 | 3,026 | 3,480 | 559 | 598 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 18,290 | 21,740 | 11,850 | 19,017 | 20,785 |
| 资本开支 | -6,956 | -3,978 | -5,600 | -5,600 | -5,600 |
| 投资支付的现金 | -14,982 | -34,254 | 0 | 0 | 0 |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 | -39 | -165 | -8 | 0 | 0 |
| 其他 | 5,933 | 5,689 | 120 | 120 | 120 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -16,044 | -32,709 | -5,488 | -5,480 | -5,480 |
| 吸收投资收到的现金 | 162 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 取得借款收到的现金 | 285,354 | 218,831 | 3,830 | 0 | 0 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 72 | 246 | 0 | 0 | 0 |
| 偿还债务支付的现金 | -268,868 | -216,298 | 0 | 0 | 0 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | -8,416 | -9,092 | -8,930 | -10,150 | -11,228 |
| 其他 | -1,045 | -965 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 7,258 | -7,278 | -5,100 | -10,150 | -11,228 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 9,624 | -18,266 | 1,261 | 3,387 | 4,078 |
| 期初现金及现金等价物余额 | 33,188 | 42,812 | 24,547 | 25,808 | 29,194 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 42,812 | 24,547 | 25,808 | 29,194 | 33,272 |

财务和估值比率

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 每股数据 (人民币) | | | | | |
| 摊薄每股收益 | 1.48 | 1.48 | 2.00 | 2.26 | 2.45 |
| 每股销售额 | 19.82 | 18.19 | 18.95 | 19.61 | 20.50 |
| 每股股息 | 1.20 | 1.21 | 1.32 | 1.49 | 1.62 |
| 同比变动 | | | | | |
| 收入 | 2.4% | -8.2% | 3.5% | 3.5% | 4.5% |
| 经营溢利 | 18.0% | -5.4% | 14.7% | 4.6% | 7.3% |
| 归母净利润 | 10.6% | -18.9% | 34.9% | 13.3% | 8.6% |
| 费用与利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 32.2% | 33.5% | 34.0% | 34.0% | 34.0% |
| 经营利润率 | 9.6% | 9.9% | 10.9% | 11.1% | 11.3% |
| 归母净利润率 | 8.3% | 7.3% | 9.5% | 10.4% | 10.8% |
| 回报率 | | | | | |
| 平均股本回报率 | 18.5% | 14.8% | 19.5% | 20.9% | 21.4% |
| 平均资产回报率 | 7.3% | 5.5% | 7.4% | 8.3% | 8.8% |
| 资产效率 | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 8.0 | 8.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 |
| 库存周转天数 | 54.0 | 54.0 | 52.0 | 52.0 | 52.0 |
| 应付账款周转天数 | 71.0 | 71.0 | 71.0 | 71.0 | 71.0 |
| 财务杠杆 | | | | | |
| 流动比率 (x) | 0.9 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 速动比率 (x) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 现金比率 (x) | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 负债/权益 | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率 (x) | 19.3 | 19.3 | 14.3 | 12.6 | 11.6 |
| 市销率 (x) | 1.4 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.4 |
| 股息率 | 4.2% | 4.2% | 4.6% | 5.2% | 5.7% |

图表 2：伊利季度及半年经营损益情况

| 百万人民币 | 1Q24 | 1Q25 | YoY | 2Q24 | 2Q25 | YoY | 1H24 | 1H25 | YoY |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| 营业收入 | 32,577 | 33,018 | 1.4% | 27,338 | 28,915 | 5.8% | 59,915 | 61,933 | 3.4% |
| 营业成本 | -20,844 | -20,531 | -1.5% | -18,087 | -18,978 | 4.9% | -38,931 | -39,509 | 1.5% |
| 税金及附加 | -181 | -189 | 4.0% | -181 | -224 | 23.3% | -363 | -412 | 13.6% |
| 毛利润 | 11,552 | 12,298 | 6.5% | 9,069 | 9,713 | 7.1% | 20,621 | 22,011 | 6.7% |
| 毛利率 | 35.5% | 37.2% | | 33.2% | 33.6% | | 34.4% | 35.5% | |
| 销售费用 | -6,010 | -5,588 | -7.0% | -5,619 | -5,746 | 2.3% | -11,629 | -11,334 | -2.5% |
| 销售费用率 | 18.4% | 16.9% | | 20.6% | 19.9% | | 19.4% | 18.3% | |
| 管理费用 | -1,455 | -1,245 | -14.4% | -891 | -1,090 | 22.4% | -2,346 | -2,335 | -0.5% |
| 管理费用率 | 4.5% | 3.8% | | 3.3% | 3.8% | | 3.9% | 3.8% | |
| 研发费用 | -145 | -191 | 31.6% | -196 | -189 | -3.6% | -341 | -380 | 11.4% |
| 核心经营利润 | 3,942 | 5,274 | 33.8% | 2,362 | 2,688 | 13.8% | 6,304 | 7,962 | 26.3% |
| 核心经营利润率 | 12.1% | 16.0% | | 8.6% | 9.3% | | 10.5% | 12.9% | |
| 财务费用 | 262 | 233 | -11.0% | 69 | 215 | n.m. | 332 | 449 | 35.4% |
| 投资净收益 | 2,579 | -1 | -100.0% | 49 | 91 | 87.5% | 2,628 | 91 | -96.6% |
| 资产减值损失 | -40 | -71 | 79.0% | -464 | -266 | -42.6% | -503 | -337 | -33.0% |
| 其他费用 | 180 | 318 | 76.9% | -184 | -208 | 12.6% | -4 | 110 | n.m. |
| 税前盈利 | 6,924 | 5,754 | -16.9% | 1,833 | 2,521 | 37.5% | 8,756 | 8,274 | -5.5% |
| 所得税 | -969 | -808 | -16.6% | -215 | -230 | 7.4% | -1,183 | -1,039 | -12.2% |
| 净利润 | 5,955 | 4,945 | -17.0% | 1,618 | 2,290 | 41.5% | 7,573 | 7,235 | -4.5% |
| 净利润率 | 18.3% | 15.0% | | 5.9% | 7.9% | | 12.6% | 11.7% | |
| 少数股东权益 | 32 | 71 | 121.7% | 10 | -36 | n.m. | 42 | 35 | -16.5% |
| 归母净利润 | 5,923 | 4,874 | -17.7% | 1,608 | 2,326 | 44.6% | 7,531 | 7,200 | -4.4% |
| 归母净利润率 | 18.2% | 14.8% | | 5.9% | 8.0% | | 12.6% | 11.6% | |

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3：伊利 2H25 及 2025 全年经营损益预测

| 百万人民币 | 1H24 | 1H25 | YoY | 2H24 | 2H25E | YoY | 2024 | 2025E | YoY |
|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|-------------|----------------|----------------|--------------|
| 营业收入 | 59,915 | 61,933 | 3.4% | 55,865 | 57,928 | 3.7% | 115,780 | 119,861 | 3.5% |
| 营业成本 | -38,931 | -39,509 | 1.5% | -37,368 | -38,768 | 3.7% | -76,299 | -78,277 | 2.6% |
| 税金及附加 | -363 | -412 | 13.6% | -370 | -379 | 2.3% | -733 | -791 | 7.9% |
| 毛利润 | 20,621 | 22,011 | 6.7% | 18,127 | 18,782 | 3.6% | 38,748 | 40,793 | 5.3% |
| 毛利率 | 34.4% | 35.5% | | 32.4% | 32.4% | | 33.5% | 34.0% | |
| 销售费用 | -11,629 | -11,334 | -2.5% | -10,353 | -10,909 | 5.4% | -21,982 | -22,243 | 1.2% |
| 销售费用率 | 19.4% | 18.3% | | 18.5% | 18.8% | | 19.0% | 18.6% | |
| 管理费用 | -2,346 | -2,335 | -0.5% | -2,119 | -2,183 | 3.0% | -4,465 | -4,518 | 1.2% |
| 管理费用率 | 3.9% | 3.8% | | 3.8% | 3.8% | | 3.9% | 3.8% | |
| 研发费用 | -341 | -380 | 11.4% | -529 | -543 | 2.7% | -870 | -923 | 6.1% |
| 核心经营利润 | 6,304 | 7,962 | 26.3% | 5,126 | 5,147 | 0.4% | 11,431 | 13,108 | 14.7% |
| 核心经营利润率 | 10.5% | 12.9% | | 9.2% | 8.9% | | 9.9% | 10.9% | |
| 财务费用 | 332 | 449 | 35.4% | 260 | 158 | -39.3% | 592 | 607 | 2.5% |
| 投资净收益 | 2,628 | 91 | -96.6% | -211 | 29 | -114.0% | 2,417 | 120 | -95.0% |
| 资产减值损失 | -503 | -337 | -33.0% | -4,173 | -863 | -79.3% | -4,676 | -1,200 | -74.3% |
| 其他费用 | -4 | 110 | n.m. | 368 | 252 | -31.3% | 363 | 363 | -0.1% |
| 税前盈利 | 8,756 | 8,274 | -5.5% | 1,370 | 4,724 | n.m. | 10,127 | 12,998 | 28.4% |
| 所得税 | -1,183 | -1,039 | -12.2% | -480 | -547 | 14.0% | -1,663 | -1,586 | -4.6% |
| 净利润 | 7,573 | 7,235 | -4.5% | 891 | 4,177 | n.m. | 8,464 | 11,412 | 34.8% |
| 净利润率 | 12.6% | 11.7% | | 1.6% | 7.2% | | 7.3% | 9.5% | |
| 少数股东权益 | 42 | 35 | -16.5% | -31 | -25 | -19.5% | 11 | 10 | -7.8% |
| 归母净利润 | 7,531 | 7,200 | -4.4% | 922 | 4,202 | n.m. | 8,453 | 11,402 | 34.9% |
| 归母净利润率 | 12.6% | 11.6% | | 1.6% | 7.3% | | 7.3% | 9.5% | |

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 4：伊利各季度分品类收入表现

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入（百万人民币） | | | | | | |
| 液态奶 | 20,261 | 16,626 | 20,637 | 17,479 | 19,640 | 16,485 |
| 奶粉 | 7,428 | 7,081 | 6,821 | 8,346 | 8,813 | 7,765 |
| 冷饮 | 4,333 | 2,989 | 1,021 | 377 | 4,105 | 4,124 |
| 其他 | 198 | 208 | 185 | 130 | 184 | 202 |
| 主营业务 | 32,220 | 26,905 | 28,664 | 26,332 | 32,742 | 28,576 |
| 同比增长 | | | | | | |
| 液态奶 | -6.8% | -19.6% | -10.3% | -13.1% | -3.1% | -0.8% |
| 奶粉 | -0.2% | 16.5% | 6.6% | 8.7% | 18.6% | 9.7% |
| 冷饮 | 14.2% | -44.3% | -16.7% | 23.7% | -5.3% | 38.0% |
| 其他 | 43.4% | 13.9% | 22.7% | -19.9% | -7.2% | -3.1% |

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 5：伊利与蒙牛 1H25 主要财务指标对比

| | 伊利 | 蒙牛 |
|------------------|----------------|----------------|
| 集团收入同比增长： | 3.4% | -6.9% |
| —液态奶 | -2.1% | -11.2% |
| —冰激凌 | 12.4% | 15.0% |
| —奶粉及其他乳制品 | 14.3% | 2.5% |
| 收入结构分布： | | |
| —液态奶 | 58.9% | 77.4% |
| —冰激凌 | 13.4% | 9.3% |
| —奶粉及其他乳制品 | 27.0% | 13.2% |
| 毛利率同比： | 1.1 ppt | 1.4 ppt |
| 销售费用率同比： | -1.1 ppt | -0.5 ppt |
| 管理费用率同比： | -0.1 ppt | 0.4 ppt |
| 核心经营利润同比： | 26.3% | 13.4% |
| 核心经营利润率同比： | 2.4 ppt | 1.5 ppt |

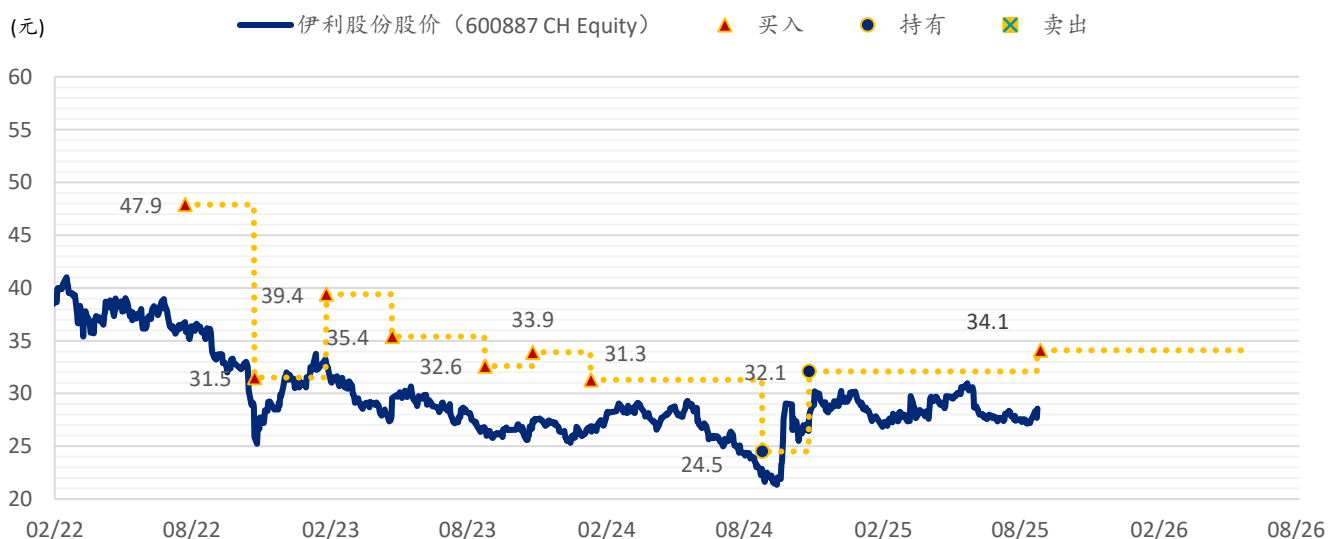
E=浦银国际预测 资料来源：公司资料、浦银国际

图表 6: SPDBI 财务预测变化: 伊利股份 (600887.CH)

| (百万人民币) | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | | | |
| 旧预测 | 124,741 | 131,018 | NA |
| 新预测 | 119,861 | 124,047 | 129,657 |
| 变动 | -3.9% | -5.3% | NA |
| 归母净利润 | | | |
| 旧预测 | 12,501 | 13,029 | NA |
| 新预测 | 11,402 | 12,913 | 14,021 |
| 变动 | -8.8% | -0.9% | NA |

E=浦银国际预测 资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 伊利股份 (600887.CH)



注: 截至 2025 年 8 月 29 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

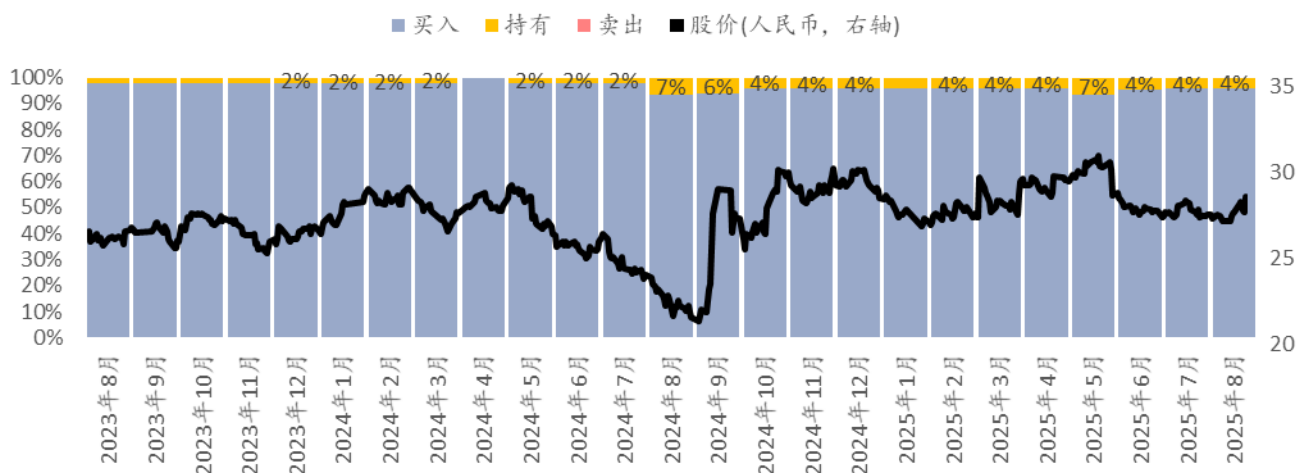
图表 8: SPDBI 消费行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司 | 现价 (LC) | 评级 | 目标价 (LC) | 评级及目标价 发布日期 | 行业 |
|------------------|------|---------|----|----------|----------------|--------|
| 2331 HK Equity | 李宁 | 18.9 | 买入 | 23.1 | 2025年8月24日 | 运动服饰品牌 |
| 2020 HK Equity | 安踏体育 | 96.0 | 买入 | 121.2 | 2025年8月27日 | 运动服饰品牌 |
| 3813 HK Equity | 宝胜国际 | 0.5 | 买入 | 0.7 | 2025年3月13日 | 运动服饰零售 |
| 6110 HK Equity | 滔搏 | 3.2 | 买入 | 3.52 | 2025年8月12日 | 运动服饰零售 |
| YUMC.US Equity | 百胜中国 | 43.6 | 买入 | 55.9 | 2025年8月6日 | 零售餐饮 |
| 9987.HK Equity | 百胜中国 | 349.4 | 买入 | 435.8 | 2025年8月6日 | 零售餐饮 |
| 6862.HK Equity | 海底捞 | 13.8 | 买入 | 16.9 | 2025年8月26日 | 零售餐饮 |
| 9658.HK Equity | 特海国际 | 15.0 | 持有 | 16.6 | 2025年5月23日 | 零售餐饮 |
| HDL.US Equity | 特海国际 | 19.1 | 持有 | 21.3 | 2025年5月23日 | 零售餐饮 |
| 9922.HK Equity | 九毛九 | 2.4 | 持有 | 2.8 | 2024年8月26日 | 零售餐饮 |
| LKNCY.US Equity | 瑞幸咖啡 | 38.0 | 买入 | 48.5 | 2025年8月5日 | 零售餐饮 |
| 291.HK Equity | 华润啤酒 | 28.0 | 买入 | 34.3 | 2025年8月20日 | 啤酒 |
| 600132.CH Equity | 重庆啤酒 | 55.4 | 买入 | 69.2 | 2025年4月7日 | 啤酒 |
| 1876.HK Equity | 百威亚太 | 8.4 | 持有 | 9.3 | 2025年7月31日 | 啤酒 |
| 0168.HK Equity | 青岛啤酒 | 50.6 | 买入 | 72.6 | 2025年4月1日 | 啤酒 |
| 600600.CH Equity | 青岛啤酒 | 69.5 | 持有 | 81.4 | 2025年4月1日 | 啤酒 |
| 600887.CH Equity | 伊利股份 | 28.6 | 买入 | 34.1 | 2025年8月30日 | 乳制品 |
| 2319.HK Equity | 蒙牛乳业 | 15.2 | 持有 | 17.71 | 2025年8月28日 | 乳制品 |
| 600597.CH equity | 光明乳业 | 8.8 | 持有 | 12.6 | 2022年8月1日 | 乳制品 |
| 6186.HK Equity | 中国飞鹤 | 4.4 | 持有 | 4.9 | 2025年7月7日 | 乳制品 |
| 1717.HK Equity | 澳优 | 2.5 | 持有 | 4.3 | 2023年5月2日 | 乳制品 |
| 600882.CH Equity | 妙可蓝多 | 27.7 | 买入 | 19.8 | 2023年10月30日 | 乳制品 |
| 6683.HK Equity | 巨星传奇 | 10.7 | 买入 | 13.9 | 2024年6月13日 | 新零售 |
| 9992.HK Equity | 泡泡玛特 | 322.4 | 买入 | 410.9 | 2025年8月20日 | 新零售 |
| 6181.HK Equity | 老铺黄金 | 710.0 | 买入 | 890 | 2025年8月21日 | 新零售 |
| 603605.CH Equity | 珀莱雅 | 83.8 | 买入 | 115 | 2025年4月28日 | 化妆品 |
| 2367.HK Equity | 巨子生物 | 54.0 | 买入 | 82.2 | 2025年3月27日 | 化妆品 |
| 2145.HK Equity | 上美股份 | 90.4 | 买入 | 55 | 2025年3月23日 | 化妆品 |
| 688363.CH Equity | 华熙生物 | 57.2 | 持有 | 52.2 | 2025年2月4日 | 化妆品 |
| 300957.CH Equity | 贝泰妮 | 47.3 | 持有 | 39.1 | 2025年4月29日 | 化妆品 |
| ATAT.US Equity | 亚朵集团 | 45.7 | 买入 | 41.1 | 2025年5月23日 | 酒店 |
| 1179.HK Equity | 华住集团 | 29.6 | 买入 | 32.9 | 2024年11月27日 | 酒店 |
| HTHT.US Equity | 华住集团 | 33.2 | 买入 | 41.1 | 2024年11月27日 | 酒店 |
| 600754.CH Equity | 锦江酒店 | 23.2 | 持有 | 28.1 | 2024年11月3日 | 酒店 |
| 600258.CH Equity | 首旅酒店 | 15.3 | 持有 | 14.8 | 2025年3月31日 | 酒店 |
| 9961.HK Equity | 携程集团 | 578.0 | 买入 | 610.6 | 2025年5月22日 | 线上旅游 |
| TCOM.US Equity | 携程集团 | 62.6 | 买入 | 78 | 2025年5月22日 | 线上旅游 |
| 780.HK Equity | 同程旅行 | 21.9 | 买入 | 26.6 | 2025年5月22日 | 线上旅游 |

注: 美股截至 2025 年 8 月 28 日收盘价, 港股及 A 股截至 2024 年 8 月 29 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际。

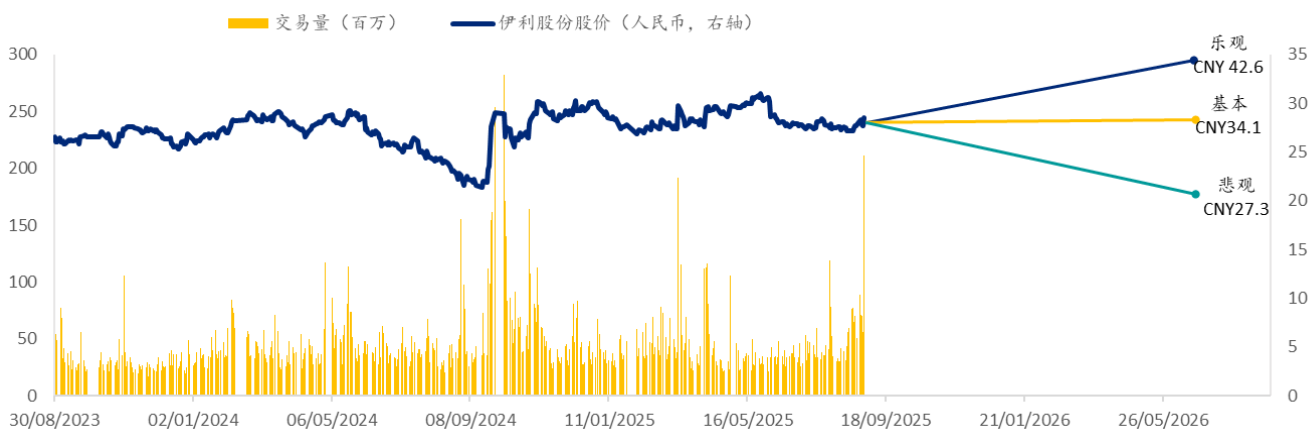
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 市场普遍预期: 伊利股份 (600887.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: SPDBI 情景假设: 伊利股份 (600887.CH)



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 人民币 42.6 元

概率: 25%

- 2025 年销售单价企稳;
- 2025 年液态奶销量增长超 3%;
- 2025 年毛利率上升 100bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 人民币 27.3 元

概率: 20%

- 2025 年销售单价下降 3%;
- 2025 年液态奶销量增长同比减少 2%;
- 2025 年毛利率维持稳定。

资料来源: 浦银国际预测

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

