

买入

2025年8月29日

盈利拐点凸显，海外拓展加速

- **收入稳健，利润拐点明确：**25H1 实现总营收 619.33 亿元，同比+3.4%；归母净利 72.0 亿元，同比-4.4%，行业压力下取得稳健业绩。单 Q2 营收 289.14 亿元，同比+5.8%，环比提速 4.4pct；归母净利 23.26 亿元，同比+44.6%，盈利拐点清晰。扣非净利口径：H1 同比+31.8%，Q2 低基数下同比+49.5%，剔除一次性因素后盈利弹性更显著。
- **液奶企稳，奶粉高增，冷饮领跑，海外提速：**1) 液体乳：25H1 收入 361.3 亿元，行业压力下同比-2.1%，份额稳居行业第一；单 Q2 收入 164.9 亿元，同比-0.8%，降幅较 Q1 明显收窄。上半年常温板块以高端白奶、功能奶及高质价比新品为抓手，份额企稳回升；低温白奶收入逆势增长+20%以上，低温酸奶、乳饮料通过爆品策略及山姆等会员店定制实现放量。2) 奶粉及奶制品：25H1 收入 165.8 亿元，同比+14.3%；单 Q2 收入 77.6 亿元，同比+9.7%。公司婴配粉零售额市场份额达 18.1%，同比提升+1.3pct，已跃居全国第一，其中羊奶粉市场份额同比+3.0pct 至 34.4%；成人粉零售额份额 26.1%，同比+1.8pct，稳居第一，功能性、药食同源驱动中高端产品双位数增长；奶酪 toC/toB 双轮驱动，toB 营收同比大幅+20%以上。3) 冷饮：收入 82.3 亿元，同比+12.4%，单 Q2 收入 41.2 亿元，同比+38.0%。上半年线上线下份额均为行业第一，印尼、泰国市场持续扩张。4) 国际业务：公司继续深化海外布局，期内海外业务实现多点突破，冷饮在东南亚深耕本土化，婴配羊奶粉在北美、中东、独联体等地区取得突破，新西兰、荷兰的高端产能持续推进。上半年海外主要品类冷饮同比+14.4%，婴幼儿羊奶粉同比+65.7%，为公司的长期发展奠定了坚实基础。
- **毛利率抬升，费用率下降：**上半年公司毛利率达 36.0%，同比+1.3pct，主要受益原奶等原材料价格下行。费用方面，销售费用率 18.3%，同比-1.1pct，产业链健康度提升带来费用投放效率改善。管理、研发、财务费用保持稳健。我们预计公司将维持力争提升全年净利润率至 9%的目标不变，若后续行业需求进一步复苏，或存在超预期空间。下半年公司有望通过新品、新渠道差异化投放，避免价格战，继续锁定利润改善趋势。
- **目标价 35.00 元，买入评级：**综上所述，我们预计 2025-2027 年有望分别实现净利润 111.2/123.3/132.6 亿元，当前股价对应 2025 年 PE 约 15.9 倍，低于过去五年中枢。公司液奶基本盘稳固，奶粉、冷饮、奶酪、成人营养品多点开花，海外扩张打开中长期空间。高分红+充裕现金流提供安全边际，给予目标价 35.00 元（对应 2025 年 20 倍 PE），维持买入评级。
- **重要风险：**1) 食品安全；2) 行业竞争加剧；3) 经济恢复不及预期；4) 原奶周期回升不及预期。

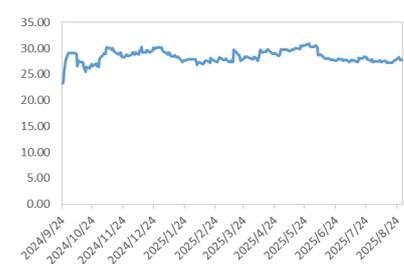
黎航荣
Wayne.li@firstshanghai.com.hk
852 2532 1539
主要数据

行业	乳制品/食品饮料
股价	27.69 元
目标价	35.00 元 (+26.4%)
股票代码	600887
总股本	63.25 亿股
总市值	1751.49 亿元
52 周高/低	30.74 元/19.91 元
每股净资产	8.43 元
主要股东	呼和浩特投资有限责任公司 (8.56%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023历史	2024历史	2025预测	2026预测	2027预测
收入 (百万元)	126,179	115,780	119,158	123,155	125,262
变动 (%)	2.4%	-8.2%	2.9%	3.4%	1.7%
净利润 (百万元)	10,429	8,453	11,120	12,330	13,263
变动 (%)	10.6%	-18.9%	31.6%	10.9%	7.6%
每股收益 (元)	1.64	1.33	1.75	1.94	2.08
市盈率@27.69元(倍)	16.9	20.8	15.9	14.3	13.3
每股派息 (元)	1.2	1.2	1.2	1.4	1.5
股息现价比 (%)	4.3%	4.4%	4.4%	4.9%	5.3%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<元> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023	2024	2025	2026	2027		2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业总收入	126,179.5	115,779.6	119,157.6	123,155.2	125,261.5	盈利能力					
营业收入	125,758.2	115,393.3	118,760.0	122,744.4	124,843.7	毛利率 (%)	32.6%	33.9%	34.5%	34.8%	35.0%
毛利	40,969.6	39,094.5	41,016.0	42,661.8	43,669.7	营业利润率 (%)	9.4%	8.8%	11.2%	12.0%	12.7%
营业总成本	113,944.3	103,757.4	105,390.0	107,923.6	108,906.3	归母净利率 (%)	8.3%	7.3%	9.4%	10.0%	10.6%
营业成本	84,788.6	76,298.8	77,744.0	80,082.6	81,174.0	ROA	7.3%	5.5%	7.0%	7.4%	7.5%
销售费用	22,571.5	21,982.3	22,243.0	22,402.0	22,302.5	ROE	18.5%	14.8%	19.0%	19.7%	19.7%
管理费用	5,154.2	4,465.1	4,614.7	4,762.4	4,872.4	营运表现					
财务费用	(152.8)	(591.6)	(806.6)	(862.3)	(883.9)	SG&A/收入 (%)	19.2%	19.7%	19.4%	18.8%	18.3%
营业利润	11,873.3	10,181.8	13,328.1	14,760.8	15,863.8	实际税率 (%)	12.3%	16.4%	15.0%	15.0%	15.0%
营业外收入	229.8	77.8	80.1	82.8	84.2	股息支付率 (%)	73.3%	91.4%	70.0%	70.0%	70.0%
营业外支出	382.0	132.8	308.8	319.1	324.6	库存周转天数	58.9	55.6	55.6	55.6	55.6
利润总额	11,721.2	10,126.7	13,099.4	14,524.4	15,623.3	应付账款天数	68.1	67.3	67.3	67.3	67.3
所得税	1,436.9	1,663.0	1,964.9	2,178.7	2,343.5	应收账款天数	9.5	10.2	10.2	10.2	10.2
净利润	10,284.3	8,463.7	11,134.5	12,345.8	13,279.8	财务状况					
归属母公司所有者的净利润	10,428.5	8,452.9	11,120.2	12,329.9	13,262.8	权益负债率	164.5%	169.6%	169.3%	162.4%	161.6%
基本每股收益	1.64	1.33	1.75	1.94	2.08	收入/总资产	44.5%	37.8%	37.5%	36.8%	35.4%
						资产负债率	62.2%	62.9%	62.9%	61.9%	61.8%
增长 (%)											
营业收入	2.5%	-8.2%	2.9%	3.4%	1.7%						
经营利润	9.3%	-14.2%	30.9%	10.7%	7.5%						
归母净利润	10.6%	-18.9%	31.6%	10.9%	7.6%						
资产负债表						现金流量表					
<元> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023	2024	2025	2026	2027		2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
货币资金	43,371.5	25,404.3	25,374.8	26,615.9	26,190.1	净利润	10,284.3	8,463.7	11,134.5	12,345.8	13,279.8
应收票据及应收账款	3,305.1	3,129.3	3,492.8	3,351.4	3,609.9	固定资产折旧	3,900.3	4,055.6	4,070.1	4,231.2	4,392.3
预付款项	1,480.1	1,176.1	1,198.4	1,234.5	1,251.3	无形资产摊销	235.2	268.7	281.7	294.4	307.2
其他应收款	194.7	125.7	129.3	133.7	135.9	长期待摊费用摊销	144.3	140.6	27.2	13.7	12.1
存货	12,511.8	10,744.7	12,952.3	11,457.5	13,284.9	存货的减少	1,789.5	585.3	(2,207.6)	1,494.8	(1,827.5)
固定资产	35,242.2	34,618.5	34,144.8	33,510.0	32,714.1	经营性应收项目的减少	(260.5)	1,824.6	(363.6)	141.4	(258.5)
在建工程	4,336.8	2,955.2	2,914.7	2,860.5	2,792.6	经营性应付项目的增加	(1,751.4)	2,611.1	2,090.0	(1,228.0)	1,630.3
无形资产	4,729.2	4,780.1	4,805.3	4,817.8	4,817.6	经营活动产生的现金流量净额	18,290.4	21,739.7	20,032.3	22,293.2	22,535.6
商誉	5,160.1	2,336.6	2,336.6	2,336.6	2,336.6	购建及处置固定资产、无形资产和其他长期资产的现金流出净额	6,892.6	3,841.8	2,739.0	2,739.0	2,739.0
资产合计	151,620.3	153,718.0	162,708.2	170,459.7	182,371.0	其他	9,151.9	28,867.6	10,067.1	11,073.8	12,181.2
短期借款	39,754.9	36,354.6	36,354.6	36,354.6	36,354.6	投资活动产生的现金流量净额	-16,044	-32,709	-12,806	-13,813	-14,920
应付账款及应付票据	14,839.6	13,282.3	15,372.3	14,144.3	15,774.5	分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,415.9	9,092.3	7,724.3	7,754.9	8,608.4
其他应付款	2,756.1	2,769.9	2,819.3	2,925.3	2,983.6	筹资活动产生的现金流量净额	7,258.5	(7,277.9)	(7,255.7)	(7,239.4)	(8,041.3)
长期借款	11,705.4	4,686.5	5,155.2	5,670.7	6,237.8	现金及现金等价物净增加额	9,623.7	(18,265.6)	(29.4)	1,241.1	(425.8)
负债合计	94,299.9	96,710.4	102,284.9	105,498.9	112,656.4	期初持有现金	33,188.4	42,812.1	24,546.5	24,517.1	25,758.2
归属于母公司股东权益	53,539.3	53,179.9	56,517.7	60,977.4	65,653.5	期末持有现金	42,812.1	24,546.5	24,517.1	25,758.2	25,332.3
少数股东权益	3,781.0	3,827.7	3,905.5	3,983.3	4,061.1						
所有者权益合计	57,320.4	57,007.7	60,423.2	64,960.8	69,714.6						
负债和股东权益合计	151,620.3	153,718.0	162,708.2	170,459.7	182,371.0						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。