

大象起舞再上新征程

华泰研究

2026年2月03日 | 中国内地

深度研究

食品

数十载深耕成就优秀乳业龙头，伊利具备把握重要发展机遇的能力，构建了产品/供应链/渠道/营销等壁垒；在21年以来的行业下行期，公司积极蓄势，为液奶经销商纾压、顺势推出性价比产品，并储备多元化业务等。展望未来，短期看液奶需求有望回暖，竞争缓和有望带动盈利能力向上，中长期看全乳品类拓展，公司将持续打造成成人营养、乳品深加工等增长新引擎，且增量业务的附加值较高，预计后续的盈利能力提升仍为发展主线。重申“买入”。

回顾昔之路：多年深耕铸就全球乳业龙头，护城河深厚

公司竞争优势体现在：1) 产品端：成功打造出安慕希/金典等多个百亿级单品，产品力出色；2) 供应链端：对上游奶源的深度掌控+中游智能工厂的精益生产+下游分销体系的精耕细作共筑高韧性&高效率并存的供应链体系；3) 渠道&营销端：持续进行渠道深耕和多元营销。21年以来，伴随奶价下行，乳制品行业阶段性承压，公司通过精细化的品类布局与多元化的渠道拓展积极蓄势，巩固液奶业务的基础上储备多元化业务。

望来日之途—收入端：强化多元业务布局，全乳龙头指日可期

雀巢的核心优势在于从品类/地域拓展决策—内生/外延落地—优秀管理模式的完整闭环，为伊利提供借鉴。展望未来，液奶业务有望温和复苏，高端产品与功能型液奶或存结构性机遇，此外，公司核心聚焦于成人营养与乳品深加工业务。成人营养业务发展空间广阔，据公司预测，功能保健食品行业收入25-30年有望增长23%+，以伊利为代表的国货品牌逐步建立认知。乳品深加工业务中，外资品牌占据主导地位，伴随国内乳企产品研发能力的提升，国产替代逻辑有望持续演绎，伊利的目标为未来5年实现国内百亿收入。

望来日之途—利润端：盈利能力提升仍为主线，增量业务附加值较高

1) 液奶业务中，26年奶价有望企稳，散奶价格回暖后，小乳企发动价格竞争的空间相对有限，短期看行业竞争有望缓和，26年公司经营趋势有望同比改善，龙头乳企同比降低促销有望带来毛利率向上的弹性；中长期看龙头乳企之间的竞争有望走向“理性协同”，形成更稳健的产业生态。2) 多元化业务中，达能营养品业务2020年以来20%-25%的营业利润率或为伊利提供参照；参考恒天然大中华区餐饮服务业务21-24财年的毛利率均值(19.9%)与净利率均值(10.6%)，伊利对于深加工业务的利润率目标(5%-10%)或存达成的可能性，我们预计不会对公司整体利润率形成拖累。

我们与市场观点不同之处

部分投资者对乳制品行业的未来发展空间预期较为悲观，认为常温奶已步入存量竞争时代，低温品类兴起但全国化趋势难以实现。我们认为，伊利在产品/供应链/渠道/营销等多维度保持行业领先地位，后续有望不断打开成长边界，公司正逐步往全乳品类拓展，打造成成人营养、乳品深加工等增长新引擎。

盈利预测与估值

我们认可公司的综合实力与未来成长空间，但综合考虑外部环境的影响，我们小幅下调25-27年盈利预测，下调25-27年毛利率0.3/0.3/0.2pct，预计25-27年归母净利润为107.4/116.0/124.1亿，同比+27.0%/+8.0%/+7.0%，对应EPS 1.70/1.83/1.96元（较前次-4.5%/-3.8%/-2.8%）。参考可比公司26年PE均值20x（Wind一致预期），给予其26年20x PE，目标价36.60元（前值34.38元，对应26年18x PE，目标价上调是因为可比公司26年PE均值上行），重申“买入”。

风险提示：原料成本波动，食品安全问题，竞争加剧的风险。

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

36.60

吕若晨

SAC No. S0570525050002
SFC No. BEE828

研究员

lvruochen@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

王可欣

SAC No. S0570524020001
SFC No. BVO215

研究员

wangkexin019215@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(人民币 截至2月2日)	26.45
市值(人民币百万)	167,306
6个月平均日成交额(人民币百万)	1,520
52周价格范围(人民币)	26.14-30.98

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	115,780	116,889	121,238	125,035
+/-%	(8.24)	0.96	3.72	3.13
归属母公司净利润(百万)	8,453	10,738	11,601	12,410
+/-%	(18.94)	27.04	8.04	6.97
EPS(最新摊薄)	1.34	1.70	1.83	1.96
ROE(%)	14.85	17.92	18.28	18.47
PE(倍)	19.79	15.58	14.42	13.48
PB(倍)	3.15	2.98	2.80	2.64
EV EBITDA(倍)	13.95	11.15	10.05	9.22
股息率(%)	4.61	4.81	5.20	5.56

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	69,355	66,619	62,081	65,007	72,129
现金	43,372	25,404	18,350	22,683	27,406
应收账款	3,085	2,878	3,142	3,102	3,337
其他应收账款	194.69	125.65	197.76	137.68	208.27
预付账款	1,480	1,176	1,506	1,276	1,593
存货	12,512	10,745	12,622	11,500	13,305
其他流动资产	8,713	26,290	26,264	26,308	26,280
非流动资产	82,265	87,099	86,342	87,161	83,355
长期投资	4,408	3,992	3,932	3,873	3,813
固定投资	35,242	34,619	34,827	36,022	32,238
无形资产	4,729	4,780	5,160	5,607	6,166
其他非流动资产	37,885	43,708	42,423	41,659	41,137
资产总计	151,620	153,718	148,424	152,168	155,485
流动负债	76,860	89,925	82,653	83,652	84,630
短期借款	39,755	36,355	36,355	36,355	36,355
应付账款	13,799	12,313	13,923	13,161	14,690
其他流动负债	23,306	41,257	32,376	34,136	33,586
非流动负债	17,440	6,786	5,777	4,960	3,574
长期借款	11,705	4,687	3,678	2,861	1,475
其他非流动负债	5,735	2,099	2,099	2,099	2,099
负债合计	94,300	96,710	88,431	88,612	88,204
少数股东权益	3,781	3,828	3,841	3,856	3,872
股本	6,366	6,366	6,325	6,325	6,325
资本公积	13,380	13,211	13,211	13,211	13,211
留存公积	34,615	35,429	38,117	41,021	44,128
归属母公司股东权益	53,539	53,180	56,152	59,699	63,408
负债和股东权益	151,620	153,718	148,424	152,168	155,485

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	18,290	21,740	11,703	17,277	14,778
净利润	10,284	8,464	10,752	11,616	12,426
折旧摊销	4,431	4,612	3,892	4,469	4,810
财务费用	(152.85)	(591.65)	(740.54)	(549.30)	(347.90)
投资损失	31.09	(2,417)	(653.37)	(569.37)	(730.37)
营运资金变动	(222.44)	5,021	(2,200)	1,631	(2,084)
其他经营现金	3,919	6,652	652.93	679.82	703.30
投资活动现金	(16,044)	(32,709)	(2,413)	(4,648)	(205.00)
资本支出	(6,956)	(3,978)	(3,086)	(5,200)	(914.11)
长期投资	(9,292)	(28,848)	59.63	59.63	59.63
其他投资现金	202.82	117.33	613.67	492.39	649.48
筹资活动现金	7,258	(7,278)	(16,345)	(8,296)	(9,850)
短期借款	12,955	(3,400)	0.00	0.00	0.00
长期借款	2,407	(7,019)	(1,009)	(817.10)	(1,386)
普通股增加	(33.25)	(0.20)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(854.89)	(168.86)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,216)	3,310	(15,336)	(7,479)	(8,463)
现金净增加额	9,624	(18,266)	(7,055)	4,333	4,723

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	126,179	115,780	116,889	121,238	125,035
营业成本	84,789	76,299	76,661	79,141	81,382
营业税金及附加	732.66	732.78	739.80	767.33	791.36
营业费用	22,572	21,982	21,550	22,352	22,927
管理费用	5,154	4,465	4,625	4,797	4,947
财务费用	(152.85)	(591.65)	(740.54)	(549.30)	(347.90)
资产减值损失	(1,526)	(4,676)	(1,403)	(1,212)	(1,000)
公允价值变动收益	278.19	(28.15)	85.00	85.00	85.00
投资净收益	(31.09)	2,417	653.37	569.37	730.37
营业利润	11,873	10,182	12,696	13,416	14,340
营业外收入	229.84	77.80	205.00	210.00	211.00
营业外支出	381.96	132.84	646.50	387.10	388.80
利润总额	11,721	10,127	12,254	13,239	14,162
所得税	1,437	1,663	1,502	1,623	1,736
净利润	10,284	8,464	10,752	11,616	12,426
少数股东损益	(144.23)	10.85	13.78	14.89	15.93
归属母公司净利润	10,429	8,453	10,738	11,601	12,410
EBITDA	15,867	14,103	17,451	18,856	19,875
EPS (人民币, 基本)	1.64	1.33	1.70	1.83	1.96

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	2.44	(8.24)	0.96	3.72	3.13
营业利润	9.33	(14.25)	24.69	5.68	6.88
归属母公司净利润	10.58	(18.94)	27.04	8.04	6.97
获利能力 (%)					
毛利率	32.80	34.10	34.42	34.72	34.91
净利率	8.15	7.31	9.20	9.58	9.94
ROE	17.94	14.85	17.92	18.28	18.47
ROIC	9.87	7.34	11.77	12.72	12.99
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.19	62.91	59.58	58.23	56.73
净负债比率 (%)	26.11	45.02	39.00	28.75	17.92
流动比率	0.90	0.74	0.75	0.78	0.85
速动比率	0.61	0.32	0.27	0.31	0.37
营运能力					
总资产周转率	0.89	0.76	0.77	0.81	0.81
应收账款周转率	40.88	38.83	38.83	38.83	38.83
应付账款周转率	5.70	5.84	5.84	5.84	5.84
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.65	1.34	1.70	1.83	1.96
每股经营现金流(最新摊薄)	2.89	3.44	1.85	2.73	2.34
每股净资产(最新摊薄)	8.46	8.41	8.88	9.44	10.02
估值比率					
PE (倍)	16.04	19.79	15.58	14.42	13.48
PB (倍)	3.12	3.15	2.98	2.80	2.64
EV EBITDA (倍)	11.73	13.95	11.15	10.05	9.22

正文目录

投资要点	6
顾往昔之路：数十载深耕，铸就全球乳业龙头	8
业绩回顾：在竞争中不断构筑护城河的演进史	8
估值复盘：关注原奶价格/竞争态势/大单品放量等节点	9
优势分析：产品/供应链/渠道/营销等多维度领先	9
蛰伏解读：行业下行期积极蓄势，压力最大的阶段已顺利度过	12
望来日之途：大象起舞，开启“后千亿”时代新征程	14
收入：多元布局有望释放增长动能，全乳龙头指日可期	14
借鉴：雀巢百年经营，内生+外延共筑平台型企业	14
展望：伊利乘势而上，开启成人营养与乳品深加工新篇章	18
利润：龙头乳企利润率提升为核心主线，增量业务附加值较高	23
对标：全球高 ROE 乳企的范式中，高净利率是核心要素	23
研判：液奶业务与多元化业务的利润率改善路径探究	25
分红：25-27 年度分红比例不低于 75%，进一步强化中长期价值	29
盈利预测与估值	30
风险提示	34

图表目录

图表 1: 伊利主要产品矩阵 (括号内为 25 年市占率数据)	8
图表 2: 伊利股份各大板块业务发展时间线梳理	8
图表 3: 两强业绩复盘图	9
图表 4: 伊利股份 PE 估值复盘	9
图表 5: 中国乳业主要明星大单品图谱	10
图表 6: 伊利主要创新中心分布图	10
图表 7: 伊利具备规模效应带来的总成本领先优势	11
图表 8: 24 年中外原奶价格与原奶生产成本对比	11
图表 9: 伊利立体化品牌营销策略与主要代言	11
图表 10: 22 年起, 中国乳制品零售规模步入同比下滑通道	12
图表 11: 中国乳制品消费量价拆分	12
图表 12: 中国乳制品行业渠道结构变化情况 (%)	13
图表 13: 伊利近几年的分业务收入情况 (百万元)	13
图表 14: 伊利 vs 蒙牛: 毛销差与归母净利率对比	13
图表 15: 2010 年至 25Q1-3 公司分业务收入占比	14
图表 16: 2010 年至 2024 年公司分业务毛利率走势	14
图表 17: 雀巢发展历程梳理	15
图表 18: 雀巢集团总收入及分业务收入 (亿人民币)	15
图表 19: 雀巢根据业务发展的不同阶段采取不同的经营策略	16
图表 20: 雀巢 PE-forward 复盘	16
图表 21: 雀巢七大板块收入占比	17
图表 22: 70 年代以来亚非 GDP 增速高于欧美	17
图表 23: 雀巢七大板块业务发展时间线梳理	17
图表 24: 雀巢收入增速分拆 (剔除汇率影响)	18
图表 25: 雀巢内生增长率分量价贡献 (剔除汇率影响)	18
图表 26: 雀巢组织架构图示	18
图表 27: 2020 年以来, 伊利和蒙牛液奶产品推新梳理	19
图表 28: 社会老龄化促进银发经济发展	20
图表 29: 下线城市银发人群营养健康需求仍待激发	20
图表 30: 27 个成人营养相关品类中外资品牌与本土品类的市占率对比	20
图表 31: 伊利的品牌力保持行业第一, 关键指标全面领先	20
图表 32: 伊利联手国民头部健康品牌	21
图表 33: 伊利采用顶级配方/顶级技术/顶级工艺打造产品竞争壁垒	21
图表 34: 中国乳深加工原料进口需求增长迅速: 部分产品进口金额	21
图表 35: 25 年各国的乳制品消费结构对比 (按液奶占比从高到低排序)	21
图表 36: 我国乳品深加工业务中, 本土品牌未来掘金空间较大	21
图表 37: 2009-2022 年我国 B 端奶油行业市场规模同比增长情况	22
图表 38: 23 年奶油行业市场竞争格局 (按销售额)	22
图表 39: 我国奶酪市场规模 (B 端+C 端出厂口径合计值)	23

图表 40: 中国三大乳蛋白品类的销量 (千吨)	23
图表 41: 中国主要乳企的 ROE 拆解对比	23
图表 42: 全球范围内主要上市乳企的财务数据梳理	24
图表 43: 全球范围内主要上市乳企的盈利、周转、杠杆情况对比	24
图表 44: 上一轮原奶周期回顾: 伊利&蒙牛的基本面复盘	25
图表 45: 减少促销对于公司液态奶毛利率提升幅度的测算	26
图表 46: 达能专业特殊营养业务销售收入逐年递增	27
图表 47: 20 年以来, 达能专业特殊营养业务的经营利润率高于公司整体	27
图表 48: 达能收购时间线	27
图表 49: 达能营养业务主要产品	27
图表 50: 恒天然基本经营情况梳理	28
图表 51: 恒天然大中华区的收入&盈利情况	29
图表 52: 2011 年以来伊利的分红比例与股息率情况	29
图表 53: 海内外主要乳饮公司的分红比例对比	29
图表 54: 2011 年以来伊利的资本开支情况	30
图表 55: 2011 年以来伊利的经营性现金流情况	30
图表 56: 季度财报数据总结	30
图表 57: 伊利股份收入预测 (单位: 百万元)	31
图表 58: 伊利股份毛利预测 (单位: 百万元)	32
图表 59: 伊利股份费用率及利润率预测明细	32
图表 60: 可比公司估值表	33
图表 61: 自由现金流预测 (单位: 百万元)	33
图表 62: WACC 假定条件	33
图表 63: DCF 估值结果 (单位: 百万元)	34
图表 64: 伊利股份 PE-Bands	34
图表 65: 伊利股份 PB-Bands	34

投资要点

历经多年深耕，伊利已成长为中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业，且连续多年蝉联亚洲乳业第一。根据荷兰合作银行发布的全球乳业排行榜，伊利从2014年起蝉联全球乳业五强。伊利目前已开启了收入规模“后千亿”时代的新征程，本文从两部分对其展开全面剖析：

一是回顾其多年精耕细作的历史，希望探究其步步为营成就伟大的核心竞争力，我们重点剖析了21年以来行业下行期伊利的蛰伏，解读这些蓄势的动作将为未来伊利的发展奠定怎样的基础。

1) 复盘来看，伊利的核心竞争力在于其具有把握重要发展机遇的能力，构建了强大的产品/供应链/渠道/营销等壁垒，护城河深厚。早期，公司敏锐洞察常温产品的高端化趋势，率先布局利乐生产线并实施“织网计划”完成深度的渠道下沉，通过饱和式营销、成功打造了金典/安慕希等超级单品，共同奠定其常温奶龙头地位。深远的目光不仅巩固了公司在液态奶领域的霸主地位，更为公司积累了深厚的现金流与品牌资产，实现对于新兴业务的反哺。

2) 21年以来，伴随原奶价格下行，乳制品行业发展阶段性承压，公司通过精细化的品类布局与多元化的渠道拓展积极蓄势。21年以来，原奶价格步入下行周期，22年起，中国乳制品零售规模步入同比下滑通道（据欧睿，22-25年行业规模CAGR为-4.5%），消费力走弱+渠道分化+小乳企价格战+礼赠需求分流等因素共同导致乳制品需求阶段性承压。品类端，公司液奶品类的发展遵循“K型”分化的特征，一面新增部分性价比产品、一面积极培养高端产品（如金典基础产品以上的部分品种），冰品业务顺利调整，高毛利的奶粉业务持续投入。渠道端，24年公司库存调整动作坚决，强化新鲜度管理，在行业下行期增强客户信心，并积极顺应渠道变迁，全面拥抱线上电商与新兴零售渠道。

二是站在新周期，我们重新审视公司未来发展空间：

1) 收入端：对标雀巢，其核心竞争力是形成了从品类/地域拓展决策—内生/外延落地—优秀管理模式的完整闭环，并在纵深发展的过程中不断优化，伊利正在学习和复制此模式。展望来看，液奶业务有望温和复苏，高端产品（含定价更高的低温奶等）与功能型液奶或存结构性机遇，此外，公司核心聚焦于成人营养与乳品深加工业务，未来有望打开自身成长边界，全乳龙头指日可期。成人营养业务发展空间广阔，国货品牌凭借“技术+品质”赢得银发群体的信任，伊利作为国产品牌的领头羊、成长势能强劲。乳品深加工业务中，外资品牌占据主导地位，伴随国内乳企产品研发能力的提升，国产替代逻辑有望持续演绎。

2) 利润端：液奶业务中，短期看行业竞争有望缓和，26年公司经营趋势有望同比改善，散奶价格回暖后，小乳企发动价格竞争的空间相对有限，龙头乳企同比降低促销有望带来毛利率向上的弹性；中长期看龙头乳企之间的竞争有望走向“理性协同”，中国乳制品行业整体也将受益于更稳健的产业生态。多元化业务中，达能营养品业务2020年以来的经营利润率处于20%-25%区间，独特的商业模式与强劲的研发实力共同助力其实现较高的盈利能力，或为伊利后续的营养品业务盈利能力提供参考；参考恒天然大中华区餐饮服务业务21-24财年的毛利率均值（19.9%）与净利率均值（10.6%），我们认为伊利对于深加工业务的利润率目标（5%-10%）具备达成的可能性，我们预计大概率不会对公司整体利润率形成拖累。

3) 分红能力：伴随公司发展步入成熟阶段，预计其资本开支高峰已过，经营性现金流表现较好。2025.11.18日公司发布25-27年股东回报规划，提出25-27年度，公司每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于75%，且每股派发红利金额不低于24年度每股派发现金红利1.22元（含税），公司重视股东回报，进一步强化其中长期价值。24年海内外主要乳饮企业的分红比例均值为49.0%，股息率均值为3.9%，伊利的分红比例高企，我们以75%的分红比例计算，参考华泰盈利预测，则2026.2.2日股价对应26年股息率为5.2%，在海内外的主要乳饮企业当中具备竞争力。



我们与市场观点不同之处：部分投资者对于乳制品行业的未来发展空间预期较为悲观，认为常温奶已步入存量竞争时代，低温品类兴起但全国化趋势难以实现。我们对此持有不同观点，我们认为，伊利在产品/供应链/渠道/营销/管理等多维度保持行业领先地位，共筑深厚护城河，后续有望不断打开成长边界，短看液奶需求有望回暖，竞争缓和有望带动盈利能力向上，中长期看全乳品类拓展，公司将持续打造成成人营养、乳品深加工等增长新引擎。

顾往昔之路：数十载深耕，铸就全球乳业龙头

筚路蓝缕，数十载深耕成就优秀乳业龙头。公司前身为 1956 年创立的呼和浩特回民区养牛合作小组，1993 年在呼市回民奶食品厂的基础上以定向募集方式设立而来。1996 年公司在上交所挂牌上市，为全国乳品行业首家 A 股上市公司。历经数十载的持续创新与精细运营，公司从年收入规模不足 5 亿元的乳品企业成长为收入体量超千亿级别的乳业龙头。目前伊利已成长为中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业，且连续多年蝉联亚洲乳业第一。根据荷兰合作银行发布的全球乳业排行榜，伊利从 2014 年起蝉联全球乳业五强。

图表1：伊利主要产品矩阵（括号内为 25 年市占率数据）

细分	液态奶		酸奶		婴配奶粉	奶酪	冷饮雪糕	
	常温	低温	常温	低温				
	金典	QQ星	金典鲜牛奶	安慕希	金领冠	儿童奶酪	巧乐兹	冰工厂
	伊利纯牛奶	谷粒多	伊利鲜牛奶	优酸乳	欣活	佐餐奶酪	甄稀	伊利牧场
	伊利高钙奶	味可滋			Joyday	塞纳牧	奶酪零食	缙炫
	舒化	畅意			大果粒	伊利Pro	须尽欢	
	臻浓				益消			
	植选							
No.1	伊利 27%		伊利 29%		飞鹤 17%	蒙牛 34%	伊利 27%	
No.2	蒙牛 24%		蒙牛 21%		达能 14%	伊利 13%	梦龙 11%	
No.3	娃哈哈 6%		君乐宝 10%		伊利 14%	倍爱 11%	蒙牛 10%	

资料来源：公司官网，欧睿，华泰研究

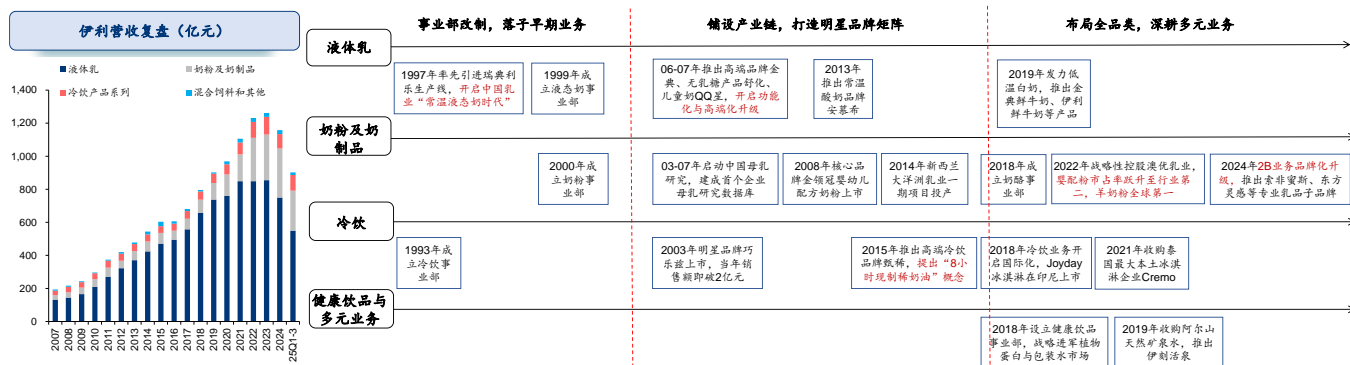
业绩回顾：在竞争中不断构筑护城河的演进史

第一阶段（2000-2012 年）：模式决胜，龙头易主。在乳业全国化扩张阶段，伊利与蒙牛在渠道模式上选择了截然不同的路径：伊利于 2006 年启动“织网计划”，坚持扁平化的深度分销模式；蒙牛则凭借“大商制”实现快速全国化。在这一阶段，销售费用是两强争夺全国化“入场券”的核心杠杆。为确立国民品牌形象并建立直达县乡的网点，伊利的营销支出规模持续处于行业内较高的水位。凭借这种“重资产、重投入”的渠道运作，伊利的营收于 2011 年正式超越蒙牛，确立了自身的行业龙头地位。

第二阶段（2013-2021 年）：单品为王，版图扩张。随着常温奶步入存量发展阶段，两强博弈的焦点转向高毛利单品的“心智占领”。此阶段伊利的金典产品通过持续投入、缩小与特仑苏的市占率差距，安慕希则通过顶级综艺《奔跑吧兄弟》、占据消费者心智，伊利坚持以高投入维持品牌溢价。最终，伊利于 2021 年成为亚洲首个跨越千亿营收的乳企。

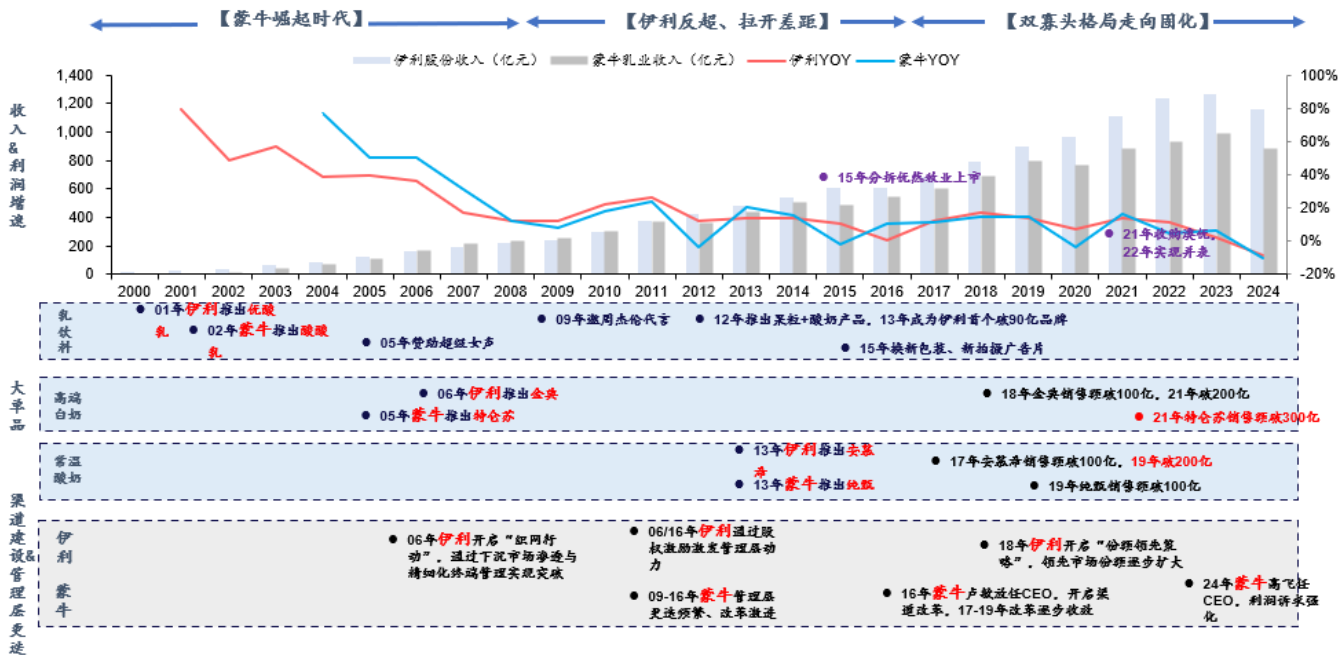
第三阶段（2022 年至今）：战略转型，多元发展。近年来，公司全面深耕多元化版图，战略性控股澳优及深耕母乳研究、以稳固婴配粉行业领先地位，同时积极布局 B 端乳品赛道，通过全乳品类协同发展对冲周期波动，实现从单一液态奶驱动向全价值链领先的转型。

图表2：伊利股份各大板块业务发展时间线梳理



资料来源：公司公告，公司官网，爱企查，华泰研究

图表3：两强业绩复盘图

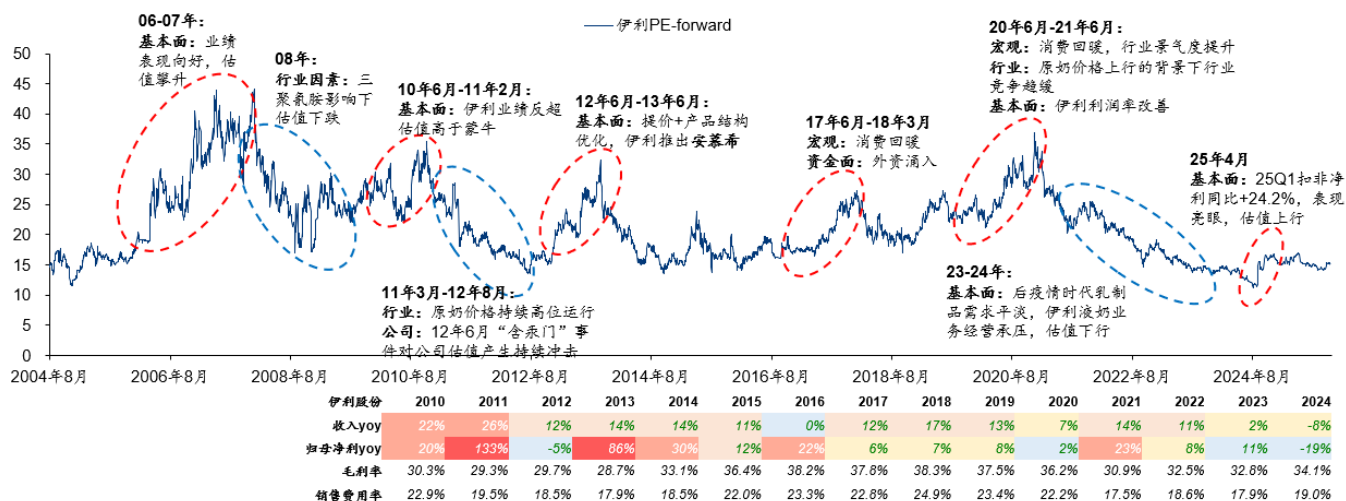


资料来源：公司公告，华泰研究

估值复盘：关注原奶价格/竞争态势/大单品放量等节点

估值复盘：回顾过去 20 余年公司的 PE-Forward 走势，估值上行主要来自基本面改善，短期或受宏观环境、原奶周期及竞争格局扰动，但长期看仍由公司基本面驱动，23 年以来（后疫情时代）公司的 PE-forward 均值为 15.1x，可关注的催化因素包括：1) 行业周期因素：当原奶供需趋向平衡或行业竞争逻辑发生转变时，利润弹性的释放往往是公司 PE 估值抬升的核心催化剂。2) 公司基本面因素：关注大单品起量、产品结构优化、渠道改革红利等。

图表4：伊利股份 PE 估值复盘



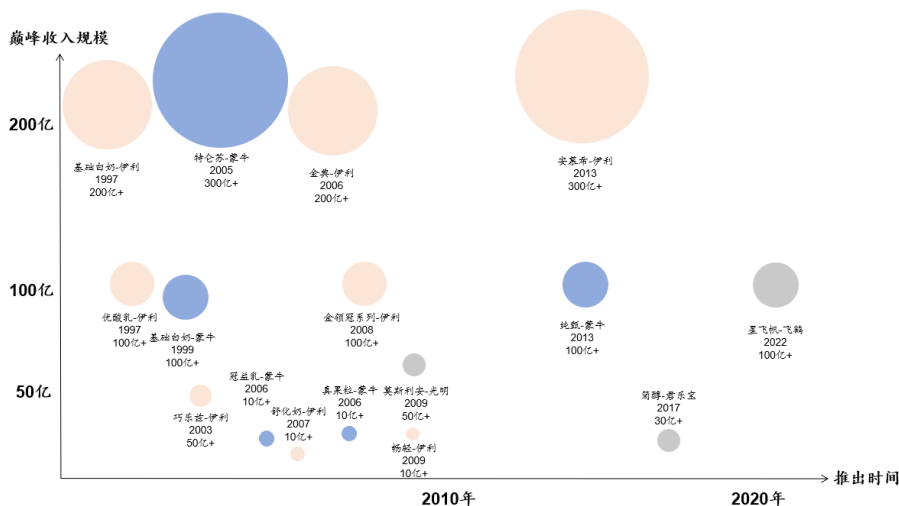
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

优势分析：产品/供应链/渠道/营销等多维度领先

公司的核心竞争力根植于其卓越的前瞻思维与精准的战略研判，产品/供应链/渠道/营销/管理等多维度领先，使其能够持续领跑行业。早期，公司敏锐洞察常温产品的高端化趋势，率先布局利乐生产线并实施“织网计划”完成深度的渠道下沉，通过饱和式营销、成功打造了金典/安慕希等超级单品。基于“从量增向质增”转变的深远眼光不仅巩固了公司在液态奶领域的霸主地位（据欧睿，21 年至今，公司液奶业务在国内的市占率稳居行业第一），更为公司积累了深厚的现金流与品牌资产，助力其反哺新兴业务、平滑单一品类周期。

产品端：公司构建了覆盖“产品创新”与“技术研发”的双轮驱动体系，坚持奉行“伊利即品质”的产品信条。一方面，公司基于精准的消费洞察与乳糖水解、超滤等核心技术，成功打造舒化、金典、安慕希等常温大单品，并将该能力延伸至奶粉、奶酪等赛道，依托多年母乳研究成果和乳脂分离技术等，实现跨品类产品突破；另一方面，公司通过全球研发网络和“基础研究-技术升级-产品开发”三级创新体系，支撑全链条数智化质控与乳品深加工技术攻关，持续提升产品品质标准并推动产业链自主化升级。

图表5：中国乳业主要明星大单品图谱



资料来源：Wind，凯度消费，食品板，公司公告，华泰研究

图表6：伊利主要创新中心分布图



资料来源：公司官网，新华网，华泰研究

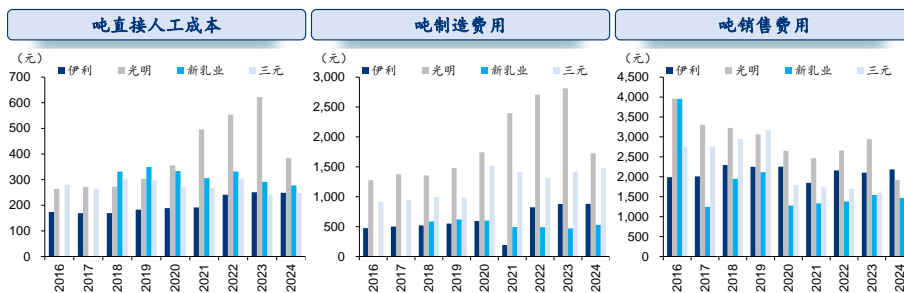
供应链端：公司通过对上游奶源的深度掌控、中游智能工厂的精益生产以及下游分销网络的协同调度，构筑了高韧性&高效率并存的供应链体系。

1) 上游：通过控股优然牧业掌控饲料源头，应用 TMR 技术与高标检测体系确保饲源质量；推行规模化养殖，借助“数字牧场”监控奶牛健康；依托自有牧业提升生鲜乳自给率，以超国标与欧盟的标准，结合数智化溯源和全程温控保障原料乳品质。

2) 中游：打造“现代智慧健康谷”等智能工厂，运用大数据优化生产排产，实现液态奶行业领先的灌装效率（每小时 4 万包），且全面执行高于欧标的质量管理体系，通过超 1,000 项检测及 FSSC22000 认证。同时，以数智化订单与物流中台支持“一盘货”策略，利用 AI 优化库存及物流路径，提升产供销协同效率。

3) 下游：通过深度分销网络直控终端、覆盖下沉市场；借助数智化中台实现经销商精准补货与库存预警，提高资金周转与抗风险能力；对零售终端实施数字化门店管控，确保产品陈列与新鲜度管理，并通过全渠道整合打通线上&线下渠道的流量，依托在线会员数据洞察，完成从销售至消费者心智触达的闭环管理。

图表7：伊利具备规模效应带来的总成本领先优势

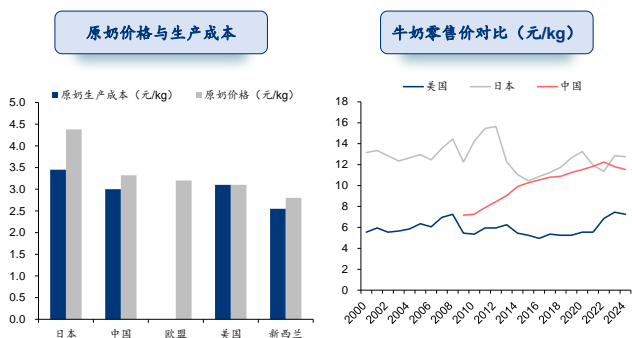


资料来源：各公司公告，华泰研究

渠道端：持续精耕+积极拓展，渠道体系日渐完善。目前公司销售以经销模式为主导，25H1收入占比 96.8%，公司借助深度分销体系，对终端的控制力较强。2006 年公司在全国范围内开展织网行动，率先完善了“纵贯南北、辐射东西”的战略布局，成为国内第一家覆盖全国市场的乳品企业。2013 年起，公司推进渠道精耕计划，通过开发空白网点和强化现有网点的维护，逐步提升销售终端的掌控能力与门店效率。凭借率先布局渠道下沉的优势，公司目前已建立较为完善的低线市场渠道体系。直营模式上，2014 年公司对于直营旗舰店进行了优化，并大力发展直供平台商、建立战略合作关系。

营销端：中国牛奶的售价高于海外大多数国家，横向对比美国/日本/中国原奶价格与牛奶零售价的比值，24 年中国（28%）<日本（33%）<美国（40%），也就是说，中国的牛奶零售价中给予了高于美国&日本的品牌溢价。公司通过长期的品牌建设与高频次的内容运营，构筑了深厚的品牌护城河。1) 稀缺资源占位：公司擅长通过连结全球顶级 IP 来建立品牌权威，奥运营销已持续将近 20 年，将伊利“品质”与国家名片建立联系。此外，公司通过航天战略合作、世博会、世界杯等重大事件的宣传，持续建立品牌形象，使得其新品在上市初期便能建立良好的信任基础，显著降低了消费者的尝试门槛。2) 超级单品孵化：公司通过与顶级综艺 IP 的深度共创，实现了核心品牌的饱和式心智渗透，通过场景化的内容植入，公司成功将产品的功能与情感价值精准对接目标受众，使“安慕希”、“金典”等品牌在常温酸奶与高端白奶赛道长期保持领先的市场份额。

图表8：24 年中外原奶价格与原奶生产成本对比



资料来源：Wind，日本总务省，美国农业部，中国商务部，华泰研究

图表9：伊利立体化品牌营销策略与主要代言

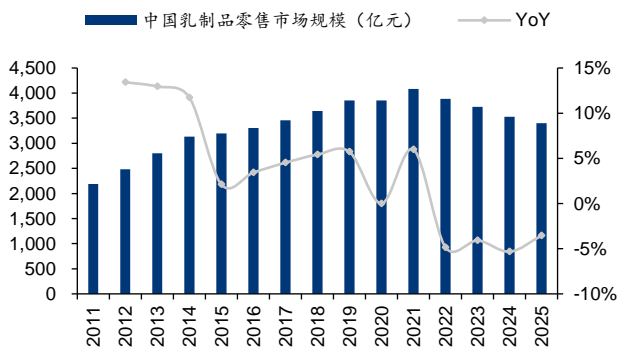


资料来源：公司官网，Foodtalks，各公司公告，华泰研究

蛰伏解读：行业下行期积极蓄势，压力最大的阶段已顺利度过

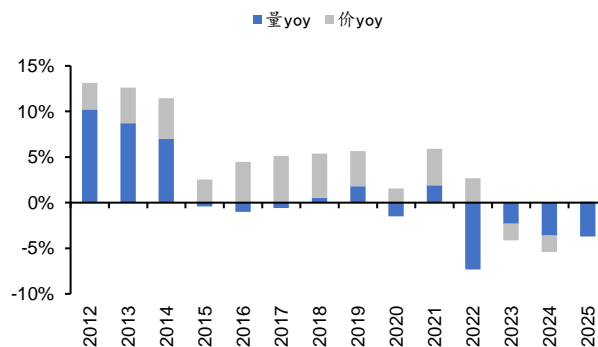
21 年以来，原奶价格步入下行周期，22 年起，中国乳制品零售规模步入同比下滑通道，消费力走弱+渠道分化+小乳企价格战+礼赠需求分流等因素共同导致乳制品需求阶段性承压。近年来，在消费力走弱使得产品结构下移、消费者送礼行为变化（目前旺季消费占比出现下行趋势）、奶茶咖啡零食的替代、KA 等渠道流量重塑、小企业通过价格战抢占低端市场的份额等冲击下，乳品行业收入整体陷入负增长（据欧睿，22-25 年中国乳制品零售规模分别同比-4.9%/-4.1%/-5.3%/-3.6%），供需剪刀差放大，量与价均有一定的压力。

图表10：22 年起，中国乳制品零售规模步入同比下滑通道



资料来源：欧睿，华泰研究

图表11：中国乳制品消费量价拆分



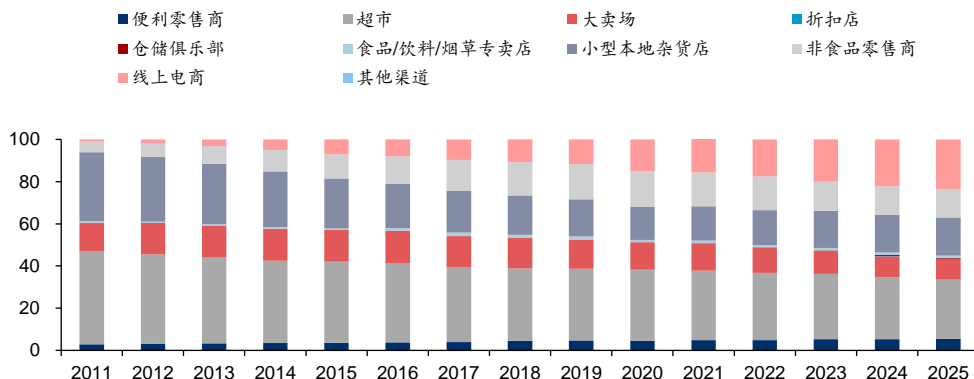
资料来源：欧睿，华泰研究

在行业经营承压的阶段，公司主要做了以下准备，为后续的行业上行期积极蓄势：

1) 品类：液奶品类的发展遵循“K 型”分化的特征，一面新增部分性价比产品、一面积积极培育高端产品（如金典基础产品以上的部分品种），冰品业务顺利调整，高毛利的奶粉业务持续投入。自 21 年乳制品行业进入调整期以来，公司采取了审慎而聚焦的经营策略：在液奶品类中，公司的发展遵循“K 型”分化的特征，一面新增部分性价比产品（含乳饮料等）、以迎合消费力偏弱的消费环境，一面积积极培育高端产品（如金典基础产品以上的部分品种），保持公司在高端品种中的消费者认知度。公司在部分热门品类（如奶酪棒和低温鲜奶）保持稳健，避免激进投入，既顺应行业趋势，也契合全国化乳企布局低温品类难度较大的现实。同时，公司冰品业务顺利调整，25Q1-3 收入同比增长 13.0%；高毛利的奶粉业务持续强化，通过产品升级与渠道深耕实现增长，部分对冲了液态奶产品结构下行的压力。

2) 渠道：24 年库存调整动作坚决，强化新鲜度管理，积极顺应渠道变迁，全面拥抱线上电商与新兴零售渠道。据公司业绩会，24 年 3 月公司开启渠道库存调整，在行业下行期积极为经销商纾压，提升渠道健康度、增强客户信心。24Q4 以来公司渠道库存调整基本告一段落，25 年公司持续强化新鲜度管理，渠道库存基本处于合理健康的水位。此外，据欧睿，中国乳制品行业的渠道结构存在一定的变化趋势，超市及大卖场的合计收入占比由 2011 年的 57.6% 下降至 2025 年的 37.5%，而线上电商渠道的收入占比则由 2011 年的 0.9% 提升至 2025 年的 23.4%。公司目前在京东、天猫、拼多多、抖音等电商平台的市占率均处于行业领先地位，同时，公司也在积极布局 O2O、社群团购、生鲜平台及零食店等高增长渠道。面对以山姆会员店为代表的仓储会员商超崛起，公司展现出较强的渠道适应能力与定制化服务能力，通过推出契合特定客群需求的高品质专属产品，实现对高质量消费场景的精准覆盖。伊利线上渠道已全面升级为数字化增长引擎，通过全域电商矩阵、即时零售网络与数据驱动的用户运营体系，实现从销售通路到品牌与消费者直接互动平台的转型，推动线上销售占比持续提升并反哺产品创新。

图表12: 中国乳制品行业渠道结构变化情况 (%)

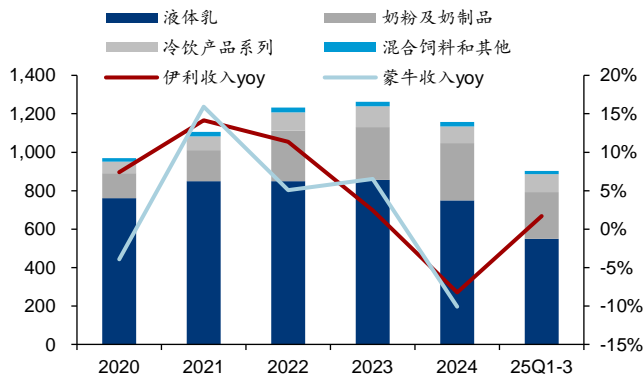


注: 按照零售额占比;
资料来源: 欧睿, 华泰研究

复盘伊利与蒙牛 2020 年以来的业绩情况, 多元化业务支撑下, 伊利的整体业绩稳健性更强。

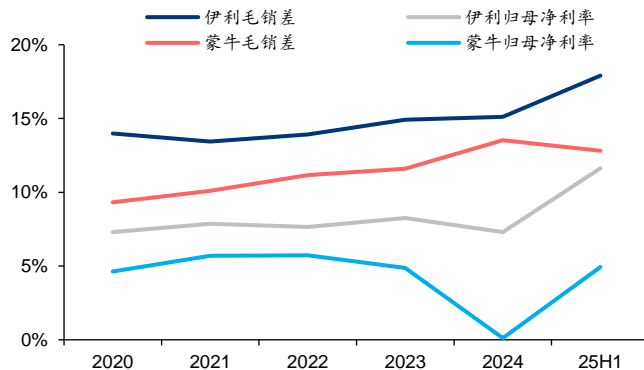
1) 收入端: 伊利 21-24 年的收入 CAGR 为 4.6% (vs 蒙牛 3.9%), 其中伊利液奶业务的收入 CAGR 为 -0.4% (vs 蒙牛 1.9%), 伊利其他业务整体的收入 CAGR 为 18.4% (vs 蒙牛 17.2%), 24 年液奶业务在伊利/蒙牛的总收入中分别占比 64.8%/82.4%, 伊利的多元化业务表现更优。2) 盈利端: 伊利 25H1 的毛销差/归母净利润率分别为 17.9%/11.6%, 较 2020 年提升 3.9/4.3pct, 蒙牛 25H1 的毛销差/归母净利润率分别为 12.8%/4.9%, 较 2020 年提升 3.5/0.3pct, 多元化业务支撑下, 伊利的盈利稳健性较强。

图表13: 伊利近几年的分业务收入情况 (百万元)



资料来源: 各公司公告, 华泰研究

图表14: 伊利 vs 蒙牛: 毛销差与归母净利润率对比



注 1: 24 年伊利与蒙牛的归母净利润率均受到商誉减值的影响;
注 2: 由于蒙牛仅披露半年报, 出于可比性的考虑, 我们对比了 25H1 伊利与蒙牛的数据;
资料来源: 各公司公告, 华泰研究

望来日之途：大象起舞，开启“后千亿”时代新征程

伊利已开启“后千亿”时代的新征程，我们从收入&利润两个维度拆解其未来发展空间：

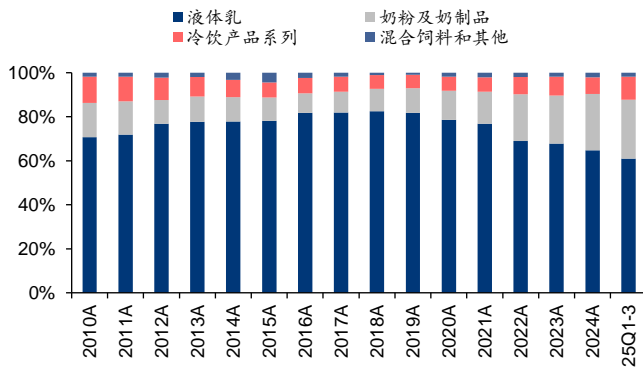
收入端：雀巢的核心竞争力是形成了从品类/地域拓展决策—内生/外延落地—优秀管理模式的完整闭环，伊利正在学习和复制此模式。展望来看，液奶业务有望温和复苏，高端产品（含定价更高的低温奶等）与功能型液奶或存结构性机遇，此外，成人营养与乳品深加工业务有望打造公司新的收入增长引擎。成人营养业务发展空间广阔，国货品牌正逐步赢得银发群体的信任，伊利作为国产品牌的领头羊、成长势能强劲。乳品深加工业务中，外资品牌占据主导地位，伴随国内乳企产品研发能力的提升，国产替代逻辑有望持续演绎。

利润端：液奶业务中，短期看行业竞争有望缓和，26年公司经营趋势有望同比改善，散奶价格回暖后，小乳企发动价格竞争的空间相对有限，龙头乳企同比降低促销有望带来毛利率向上的弹性；中长期看龙头乳企之间的竞争有望走向“理性协同”，中国乳制品行业整体也将受益于更稳健的产业生态。**多元化业务中，**达能营养品业务2020年以来的经营利润率处于20%-25%区间，独特的商业模式与强劲的研发实力共同助力其实现较高的盈利能力，或为伊利后续的营养品业务盈利能力提供参考；参考恒天然大中华区餐饮服务业务21-24财年的毛利率均值（19.9%）与净利率均值（10.6%），我们认为伊利对于深加工业务的利润率目标（5%-10%）具备达成的可能性，我们预计大概率不会对公司整体利润率形成拖累。

收入：多元布局有望释放增长动能，全乳龙头指日可期

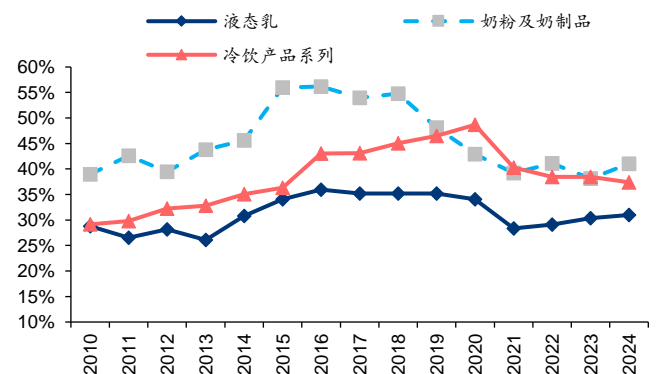
液态乳仍是公司目前收入和利润的主要贡献来源（24年收入占比64.8%），但近年来公司的业务拓展愈发多元，乳制品全品类布局不断完善。公司依托多年技术沉淀与数字化精准营销，正加速实现乳原料深加工层面的国产替代，致力于将成人营养品与乳制品深加工业务打造为新的收入增长极，实现从亚洲乳业第一向全球顶尖的全品类健康食品集团的战略升级。

图表15：2010年至25Q1-3公司分业务收入占比



资料来源：Wind，华泰研究

图表16：2010年至2024年公司分业务毛利率走势



注：分业务的毛利率仅在年报中披露；

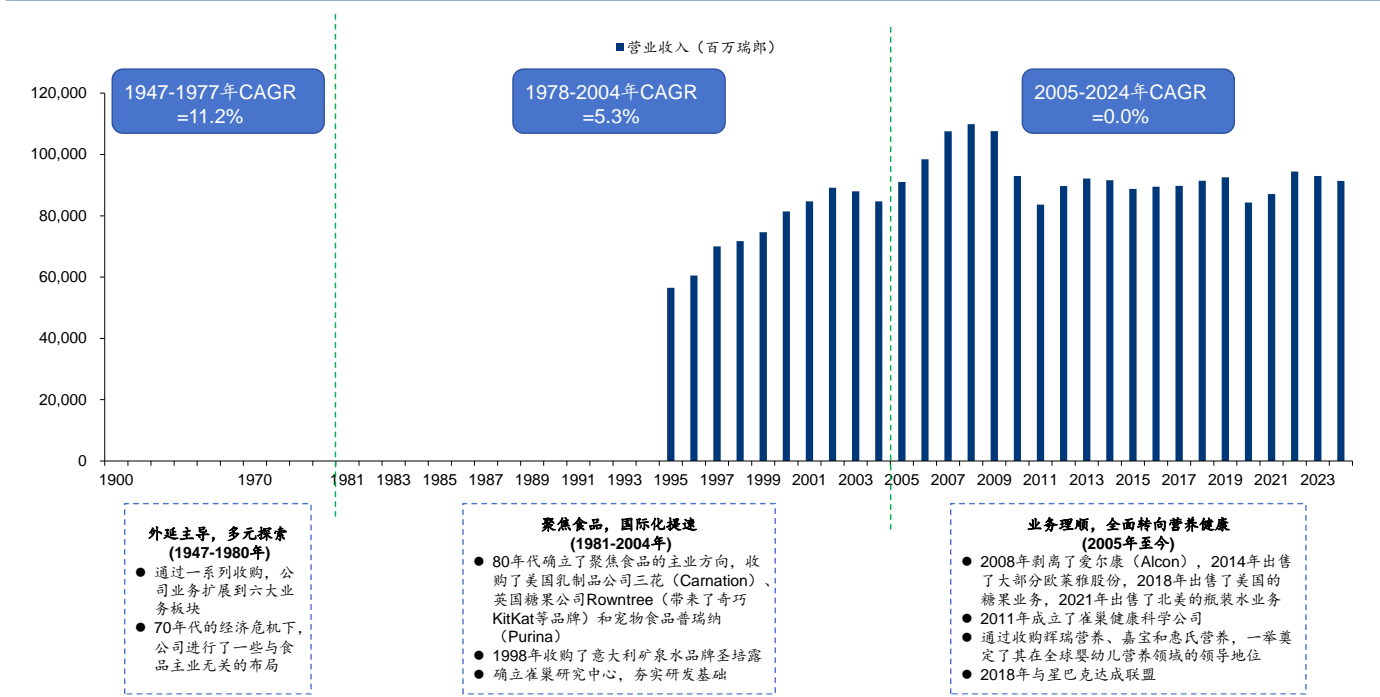
资料来源：Wind，华泰研究

借鉴：雀巢百年经营，内生+外延共筑平台型企业

我们欲以更宏观、长期的视角认识伊利的多元化版图，便选取了全球快消品龙头企业雀巢，回顾雀巢的业务发展史、分析战略抉择、解构护城河，并由此展望伊利未来的发展空间。雀巢创立于1866年，总部位于瑞士，多年积淀之下，雀巢已成为多元化业务板块完备的平台型企业，24年雀巢实现收入917.2亿瑞士法郎（合8,108.1亿人民币），16-24年收入CAGR为0.3%，其中16-24年的内生增长率均值为4.5%，24年雀巢实现营业利润157.8亿瑞士法郎（合1394.6亿人民币），对应OPM由17年的14.8%提至24年的17.2%。具体来看，24年饮料/包装水/乳制品和冰激凌/营养与健康/预制菜肴和烹饪辅料/糖果/宠物护理业务收入占比为26.8%/3.5%/11.3%/16.5%/11.7%/9.2%/20.6%，从各业务的盈利能力（OPM）排序来看，乳制品和冰激凌（23.0%）>宠物护理（21.4%）>预制菜肴和烹饪辅料（18.7%）>饮料（18.3%）=营养与健康（18.3%）>糖果（14.1%）>包装水（8.2%）。

通过梳理，我们认为相较于广为人道的外延并购能力，雀巢的核心竞争力是形成了从品类/地域拓展决策—内生/外延落地—优秀管理模式的完整闭环，并在纵深发展过程中不断优化。

图表17：雀巢发展历程梳理



资料来源：公司公告，韩大勇《百年雀巢》（2012年北京工业大学出版社版本），华泰研究

图表18：雀巢集团总收入及分业务收入（亿人民币）

	2015 (Rep)	2016 (Rep)	2017 (Rep)	2018 (Rep)	2019 (Rep)	2020 (Rep)	2021 (Rep)	2022 (Rep)	2023 (Rep)	2024 (Rep)
营业总收入	7,875	7,937	7,949	8,111	8,209	7,486	7,732	8,379	8,252	8,108
内生增长率 (%)	4.2	3.2	2.4	3.0	3.5	3.6	7.5	8.3	7.2	2.2
价格贡献占比 (%)	2.0	0.8	0.8	0.5	0.6	0.4	2.0	8.2	7.5	1.5
量增贡献占比 (%)	2.2	2.4	1.6	2.5	2.9	3.2	5.5	0.1	-0.3	0.8
OPM (%)			14.8	15.1	14.8	16.9	17.4	17.1	17.3	17.2
饮料收入	1,701	1,750	1,802	1,911	2,053	1,967	2,119	2,229	2,191	2,174
收入占比 (%)	21.6	22.0	22.7	23.6	25.0	26.3	27.4	26.6	26.6	26.8
内生增长率 (%)	5.4	4.6	3.6	3.3	2.8	3.2	8.9	8.0	7.2	3.3
OPM (%)	21.3	20.8	21.1	21.1	20.2	21.7	22.5	21.2	20.0	18.3
瓶装水收入	629	655	653	655	653	568	357	313	293	281
收入占比 (%)	8.0	8.3	8.2	8.1	8.0	7.6	4.6	3.7	3.6	3.5
内生增长率 (%)	7.0	5.0	2.4	2.3	0.7	-7.0	6.8	11.0	4.9	2.3
OPM (%)	11.2	12.2	12.1	8.1	9.0	8.1	6.4	6.8	4.8	8.2
乳制品和冰激凌收入	1,294	1,267	1,187	1,168	1,173	973	946	998	971	919
收入占比 (%)	16.4	16.0	14.9	14.4	14.3	13.0	12.2	11.9	11.8	11.3
内生增长率 (%)	1.7	1.6	2.0	1.8	3.3	7.9	5.9	5.4	6.1	-0.6
OPM (%)	16.9	18.4	17.3	18.2	12.6	23.8	24.7	22.2	23.7	23.0
营养与健康收入	1,313	1,329	1,348	1,431	1,325	1,075	1,163	1,386	1,351	1,338
收入占比 (%)	16.7	16.8	17.0	17.6	16.1	14.4	15.0	16.5	16.4	16.5
内生增长率 (%)	4.4	2.0	2.1	4.6	4.9	1.7	1.4	7.4	5.4	2.8
OPM (%)	19.6	18.5	15.9	17.5	20.6	20.5	1.8	8.4	15.0	18.3
预制菜肴和烹饪辅料收入	1,112	1,074	1,055	1,067	1,077	1,019	1,074	1,104	1,031	947
收入占比 (%)	14.1	13.5	13.3	13.2	13.1	13.6	13.9	13.2	12.5	11.7
内生增长率 (%)	0.1	2.7	2.2	1.2	2.5	4.7	6.6	3.1	4.9	-1.7
OPM (%)	13.7	15.0	16.2	16.9	15.2	18.6	15.9	12.1	15.8	18.7
糖果收入	784	767	778	718	697	617	664	718	717	747
收入占比 (%)	10.0	9.7	9.8	8.9	8.5	8.2	8.6	8.6	8.7	9.2
内生增长率 (%)	6.2	1.8	0.3	2.7	1.9	-1.5	7.9	9.4	8.5	6.2
OPM (%)	14.0	13.7	14.0	15.9	15.7	12.5	14.5	15.5	15.2	14.1
宠物护理收入	1,016	1,067	1,097	1,133	1,204	1,238	1,375	1,600	1,667	1,669
收入占比 (%)	12.9	13.4	13.8	14.0	14.7	16.5	17.8	19.1	20.2	20.6
内生增长率 (%)	5.9	5.3	3.0	4.5	7.0	10.2	12.7	14.5	12.1	2.7
OPM (%)	20.8	21.0	21.1	20.1	20.1	22.1	20.8	19.3	20.5	21.4

注：1 瑞士法郎 ≈ 8.8401 人民币；

资料来源：Bloomberg，华泰研究

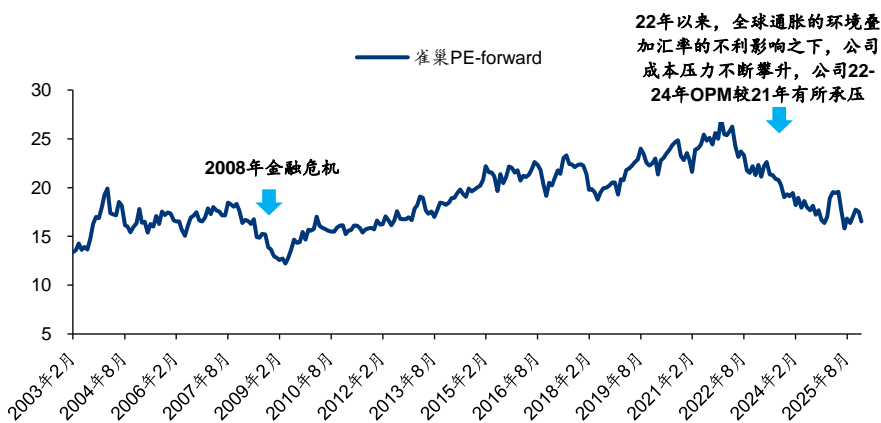
图表19：雀巢根据业务发展的不同阶段采取不同的经营策略

	咖啡饮料	瓶装水	乳制品及冰淇淋	营养与健康
特点	轻上趋性、功能性、长生命周期、具备品牌溢价	高景气度、短供应链、品牌力与本土渠道重要	品牌、渠道重要性高，存在消费升级趋势	专业性强，需要研发支持
举措	品质升级与口味创新，形式上多样化	由全球集中管理转为本土化运营，进行高端化转型	高端化，发展植物基	并购扩张+持续自研
例子	收购零售咖啡蓝瓶、与星巴克合作，推出胶囊咖啡、冷泡咖啡等高品质产品	19年水归为地方运营，20年开始逐步剥离低端水业务，收购功能水等高附加值产品	成立 Froneri 发展高端品牌；拓展植物基的替代品，包括乳饮、奶油	收购 Atrium、Bountiful、The Bountiful Company 等一系列营养品牌
图例				
	预制菜肴和烹饪辅料	糖果	宠物护理	
特点	口味本土化，当前便捷化、健康化升级	口味本土化，存在不健康印象，整体处于成熟阶段	全球高景气、专业性/品牌力重要性突出	
举措	持续本土化创新、发展植物基	高端化，减糖健康化	高端化，发展宠物护理等高附加值业务	
例子	收购或推出 sweet earth、Garden Gourmet、植佳肴等素食品牌	KitKat Cacao Fruit 是世界上第一种由可可果天然增甜的巧克力；不含人造甜味剂或添加糖的儿童零食 Museo	FELIX Play Tubes 独特的滚动设计为猫提供了美味有趣的治疗体验	
图例				

资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

股价复盘：2011-2021 年公司业绩保持稳健增长的阶段，对应 PE-forward 均值为 20.4x。2003-2007 年雀巢的 PE-forward 均值为 16.7x，2008 年全球金融危机带来 PE 估值下行，2009 年 4 月起，雀巢的 PE-forward 估值由 12.2x 一路上行至 2022 年 4 月的 26.3x，对应 2010-2021 年公司净利润 CAGR 为 4.4%，业绩层面呈现稳健增长态势，多元化业务构成此阶段公司业绩的核心支撑。22 年 4 月之后，公司 PE 估值呈现一定的下行趋势，主要由于全球通胀的环境叠加汇率的不利影响之下，公司成本压力不断攀升，公司 22-24 年 OPM 较 21 年有所承压。

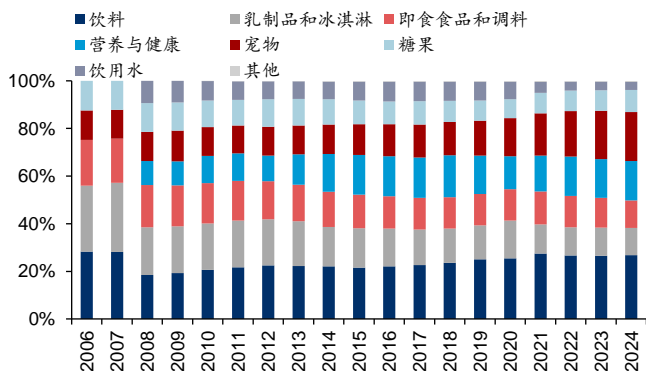
图表20：雀巢 PE-forward 复盘



资料来源：Bloomberg，华泰研究

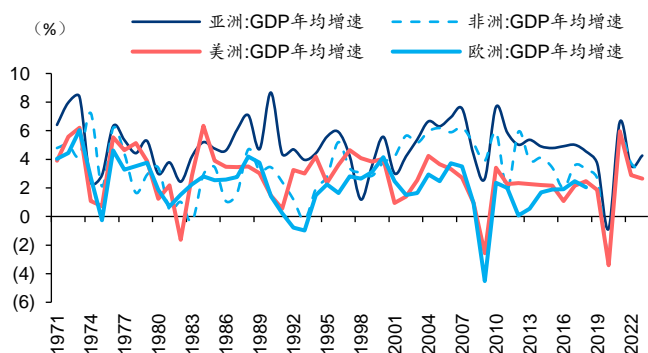
前期：多元化战略目光长远，把握品类+地区轮动增长趋势，提前布局，实现系统性增长。从品类多元化的角度来看，公司根据经济社会趋势带来的下游需求变化，提前布局高增长板块，享受行业增长红利+龙头自身α收益；入局后，公司仍不断推动品类内部升级及多元化进程，在行业增速放缓时仍可获得结构性成长。从区域多元化的角度来看，公司以区域市场发展为基础，因地制宜布局全球，20 世纪初起于欧洲并深耕市场，随后进入美国市场并在二战后充分受益于美国经济增长、中产阶级崛起，八九十年代中国等亚洲市场经济加速发展，雀巢亦加码布局，2010 年公司在非洲自建产能以打开非洲国家市场。多品类+多区域布局分散单一经营的风险，合力稳定驱动公司不断成长。

图表21: 雀巢七大板块收入占比



资料来源: 公司公告, 华泰研究

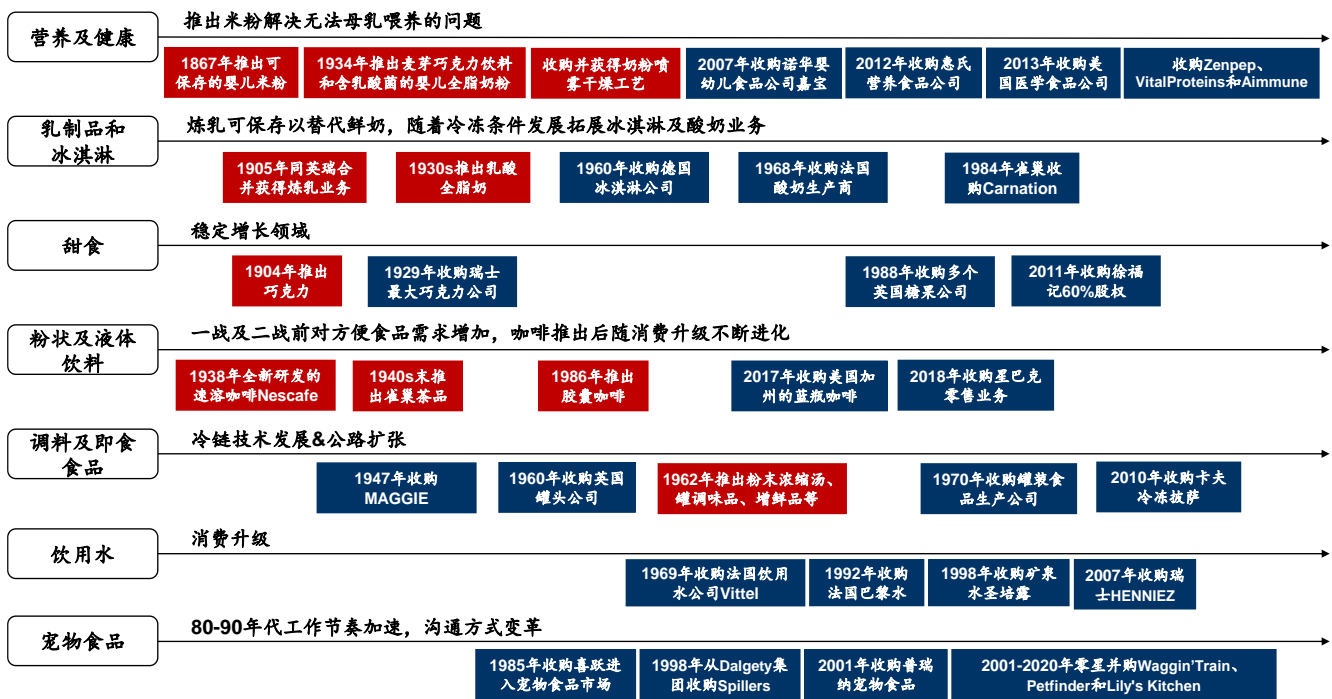
图表22: 70年代以来亚非 GDP 增速高于欧美



资料来源: Wind, 华泰研究

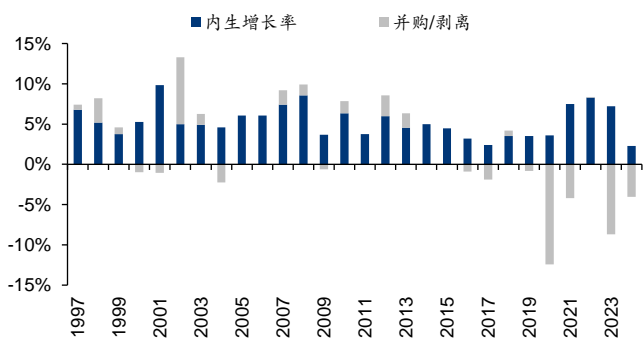
中期: 内生+外延推动战略落地。通过对雀巢业务发展时间线的梳理可以看到, 内生的新品研发与升级在业务发展早期占据重要地位, 并为公司收入增长提供稳定支撑, 与并购一同驱动公司增长, 公司通过大规模研发投入打造核心实力, 形成瑞士雀巢研发中心-各地市场研发中心-各生产基地研发单位三级研发架构, 不仅使公司能跟随市场不断推新, 亦成功研发出速溶咖啡等单品引领市场。对公司而言, 并购是重要的扩张手段, 能够帮助其迅速打入新产品或新地区市场, 获取客户、产能等上下游资源, 但公司70年代入股欧莱雅及收购爱尔康亦陷入盲目多元并购的泥潭, 80年代公司精简业务、确立“营养&健康和幸福生活”的战略, 战略及资源聚焦健康食品。

图表23: 雀巢七大板块业务发展时间线梳理



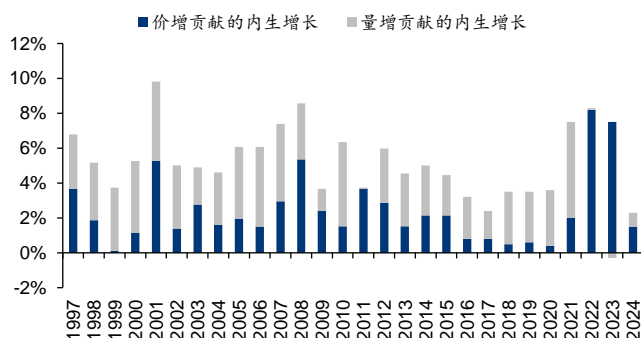
资料来源: 公司官网, 公司公告, 韩大勇《百年雀巢》(2012年北京工业大学出版社版本), 华泰研究

图表24：雀巢收入增速分拆（剔除汇率影响）



资料来源：公司公告，华泰研究

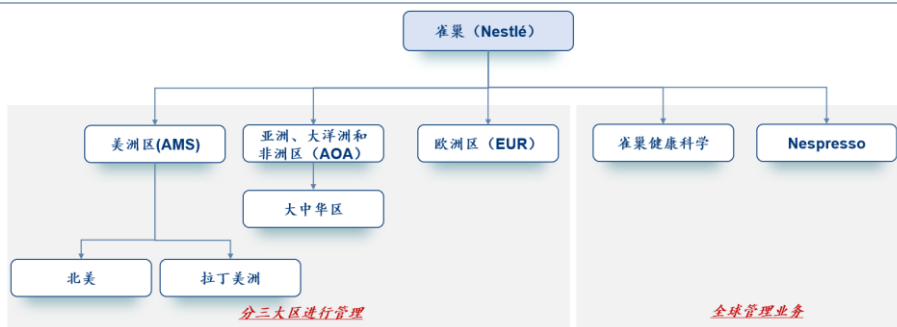
图表25：雀巢内生增长率分拆量价贡献（剔除汇率影响）



资料来源：Bloomberg，华泰研究

后期：“分权集中”的管理模式平衡商业帝国集中管理与本土运营的需求。随着公司业务复杂程度与跨区域经营深化，仅凭公司总部难以保障产品-地域多元矩阵的活力，故公司在研发、品牌、人才、资金等层面设立统一标准、集中管理，而在成熟产品端的设计、营销等需因地制宜的部分将管理权下放，推动本土化经营。

图表26：雀巢组织架构图示



资料来源：公司官网，华泰研究

雀巢的启示：我们认为，雀巢作为全球领先的健康食品企业，其百年发展史并非仅是一本并购教科书，对于伊利等国内食品饮料龙头，更重要的是学习和复制被雀巢所验证的品类+区域扩张的成长模式：1) 品类扩张：选择高成长赛道，打造营销、渠道、研发等核心能力，推动板块内部品类升级并向具备协同效应的新板块发展。18-24年雀巢研发费用率均值(1.8%)>伊利(0.6%)，10-24年雀巢销售及管理费用率合计均值(28.9%)>伊利(24.7%)。伊利进军成人营养、奶酪/奶油等深加工行业，通过选择具备较高成长性的子品类并共享其乳制品业务沉淀的渠道和营销优势，乘行业之势打开新的成长空间；2) 地域扩张：雀巢的地域扩张系全球视角，目的是为了全面获取时间-地域坐标系中的高增长点，伊利作为国内乳制品龙头，短期内仍以国内市场为主，国内乳制品市场仍在演绎三四线城市崛起的结构性变化，渠道下沉成为重要增长引擎，此外，公司逐步将眼光打开至全球市场，公司冰激凌业务已在东南亚区域取得一定进展，深加工业务进一步发展后亦有助于公司持续拓展版图。

展望：伊利乘势而上，开启成人营养与乳品深加工新篇章

中期维度来看，公司在巩固液奶业务竞争优势的基础上，坚持打造全乳品类龙头地位，参考公司主要聚焦的方向，我们在本节中对于液奶、成人营养与乳品深加工板块展开分析：

(一) 液奶板块：

中期视角下，我国人均饮奶量具备提升空间，液奶品类有望温和复苏。海外经验表明乳制品终端需求与GDP水平相关性较大，从国内居民的饮食结构来看，我国乳制品人均消费水平尚未触及天花板，中期维度来看，政策刺激、渠道下沉、习惯改善、学生奶普及等因素有望带动我国人均饮奶量提升。

具体到各细分品类的发展，我们判断高端产品（含定价更高的低温奶等）与功能型液奶或存结构性机遇。一方面，我们判断短期的消费力承压后，消费升级与健康意识觉醒仍为主线，有望驱动液态奶消费从“基础营养”向“品质与功能”跃迁。高端产品（如高蛋白、有机、A2 以及采用低温巴氏杀菌技术的鲜奶等）通过更优的原料、工艺和品质承诺，可以满足消费者对安全、营养和风味的升级需求。这类产品具备较强的定价能力和品牌忠诚度，有望为乳企贡献更高的毛利空间。另一方面，功能型液态奶（如添加益生菌、乳铁蛋白、助眠成分、特定矿物质或维生素的牛奶及酸奶）精准切入细分的健康场景，具备肠道调节、免疫提升、骨骼健康等功效。随着消费者健康管理日益精细化，具备明确功能效用的产品能够创造差异化价值，打破普通白奶的增长天花板，形成高复购与强粘性。

图表 27：2020 年以来，伊利和蒙牛液奶产品推新梳理

	伊利	蒙牛
低温鲜奶	<ul style="list-style-type: none"> 金典鲜牛奶：升级“原生乳蛋白”概念，推出“75°C巴氏杀菌”系列，强调活性营养保留 伊利鲜牛奶：推出“0添加”、“A2β-酪蛋白”鲜奶系列，聚焦家庭健康场景 舒化鲜牛奶：针对乳糖不耐人群，拓展低温无乳糖鲜奶产品线 	<ul style="list-style-type: none"> 每日鲜语：推出“沙漠有机鲜奶”、“4.0g蛋白鲜牛奶”，主打高品质 现代牧场：下沉市场鲜奶品牌，推出“屋型包装”延长保质期
常温白奶	<ul style="list-style-type: none"> 金典：推出“有机娟姗奶”、“梦幻盖”系列，强化高端定位 安慕希：从常温酸奶向“常温蛋白饮”延申，推出AMX 0蔗糖酸奶，丰富口味，推出“丹东草莓系列”等 	<ul style="list-style-type: none"> 特仑苏：升级“沙漠有机奶”、“环球精选”系列，推出“CBP高钙奶” 纯甄：延申出“轻酪乳”、气泡酸奶等新形态
乳饮料	<ul style="list-style-type: none"> 优酸乳：推出“气泡乳”、“果茶乳饮料”、“嚼柠檬”等年轻化创新口味 QQ星：聚焦儿童需求，推出“配方牛奶”、“添加DHA藻油”系列 味可滋：与茶饮品牌联名 	<ul style="list-style-type: none"> 真果粒：推出“茶香遇果粒”系列（如白桃乌龙等），跨界茶饮风味 酸酸乳：联名国潮IP，推出“低糖版”、“爆珠口味”
功能型液态奶	<ul style="list-style-type: none"> 畅意100%：升级益生菌配方，强调“肠胃轻松” 植选：植物奶系列扩展至“燕麦奶”、“巴旦木奶”等，覆盖咖啡调饮等多元化场景 	<ul style="list-style-type: none"> 冠益乳：低温酸奶中添加“BB-12 益生菌”，推出“健字号”酸奶，主打肠道健康，强化功能属性 宜多麦：燕麦奶系列

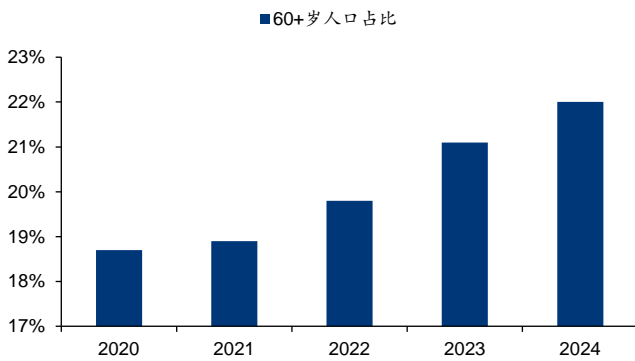
资料来源：各公司官网，华泰研究

营销端，伊利在年轻化品牌营销中，通过“IP 共振、潮流媒介与爆品孵化”三轴联动，成功实现从传统乳企到青年生活方式品牌的跃迁。在情感联结层，伊利不仅持续联动奥运、冬奥等国民级体育 IP，签约谷爱凌等新生代偶像，更以“马伊琍马年选伊利”等轻巧犀利的事件营销激发社交传播，将品牌融入大众文化讨论；在媒介沟通层，伊利已全面渗透至 B 站、小红书、抖音等平台，通过短剧、挑战赛与 KOL 共创，塑造“懂玩会聊”的品牌人格；在产品创新层，伊利以“须尽欢”国风冰淇淋、0 蔗糖系列及透明袋酸奶等“颜值+功能+社交属性”单品精准对接 Z 世代需求，最终构建起从情感认同到消费场景的完整年轻化生态，驱动品牌在存量市场中持续获取增长新动能。

（二）成人营养板块：

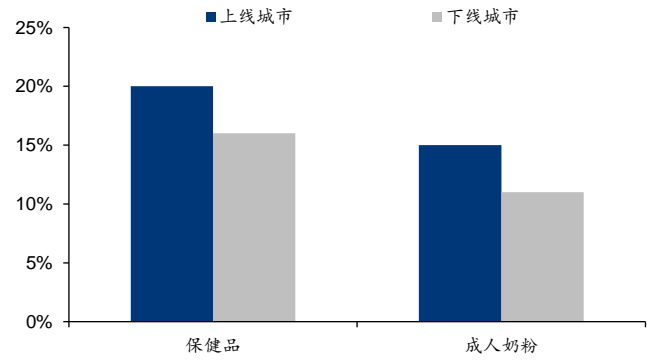
新一代银发人群消费潜力较大，健康理念从基础到高阶不断升级。随着公众健康意识觉醒，消费者在功能食品上的追求衍生出了未来较大的成长机会，其中银发人群的消费习惯正在发生明显改变，从“为子女消费”转向“为自己消费”，对于“品质生活消费”的认可不断提升，在“数字化消费”中的参与度亦在快速提升。据公司投资者日推介材料，营养健康品类占银发家庭食品饮料的花费比例从 21 年的 33.9%提升至 MAT25P6（截至 25 年 6 月的过去一年）的 35.6%，具体到银发家庭偏好品类的销售额同比增速来看，排名靠前的品类包括保健品 18%、成人奶粉 12%、营养粉/糊 18%（统计范围包括 1-5 线城市，MAT25P6）；银发人群在成人奶粉/保健品及特医食品中的渗透率达 35.7%/39.2%。从品类趋势上看，高端功能化产品有望持续增长，据公司预测，高端人群奶粉行业收入 25-30 年有望增长 62%+，功能保健食品行业收入 25-30 年有望增长 23%+。

图表28: 社会老龄化促进银发经济发展



资料来源: 伊利投资者日推介材料, 华泰研究

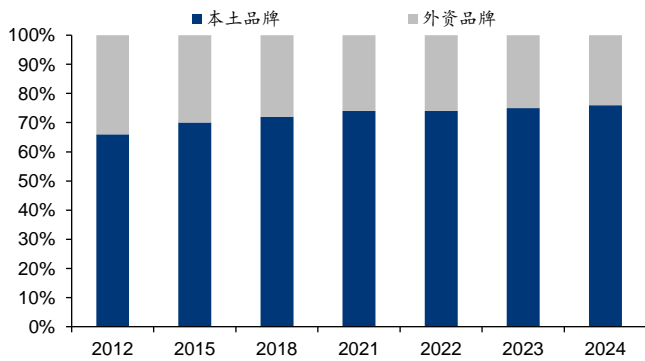
图表29: 下线城市银发人群营养健康需求仍待激发



注: 统计范围包括 1-5 线城市, MAT25P6;
资料来源: 伊利投资者日推介材料, 华泰研究

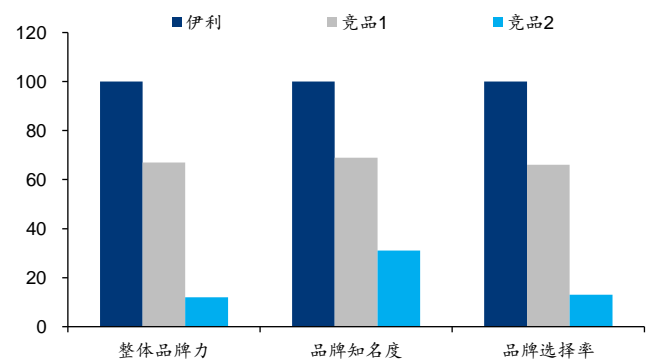
国货品牌凭借“技术+品质”赢得银发群体的信任，伊利作为国产品牌的领头羊、成长势能强劲。在选择成人营养相关产品的时候，银发一族相对偏好本土品牌，本土品牌也从根本性上进行了变革。横向对比外资品牌，本土品牌更加懂消费者，可以带来更适合中国消费者的产品，不断提升国货品牌的竞争力。伊利作为国产品牌的领头羊，连续十年蝉联中国市场消费者选择最多的品牌，24 年触及 11.7 亿消费者人次（据公司投资者日推介材料），依靠自己的实力、持续赢得中国消费者的认可。截至 24 年，伊利连续 10 年占位成人奶粉行业第一，24 年全渠道市场份额 25.5%、保持绝对领先地位，其中伊利在中老年人群/全家/学生人群/女士/羊奶粉中的市占率分别为 37%（排名第一）/12%（排名第二）/34%（排名第一）/61%（排名第一）/9%（排名第一）。

图表30: 27 个成人营养相关品类中外资品牌与本土品类的市占率对比



资料来源: 伊利投资者日推介材料, 华泰研究

图表31: 伊利的品牌力保持行业第一，关键指标全面领先



资料来源: 伊利投资者日推介材料, 华泰研究

伊利联手国民头部健康品牌同仁堂，构建创新协同生态，夯实产品竞争优势。乳制品具备天然、活性、营养等特征，是适老食品的重要组成部分，充足摄入乳品可有效改善老年人群营养不良等问题、降低心血管疾病风险、有助于预防骨折和肌肉衰减、改善睡眠质量等。伊利与 356 年中医药老字号同仁堂实现强强联手，通过深度共创、融合药食同源理念，打造适合国人体质的更优产品，加入天然活性营养成分，使得消费者易吸收&无负担。

图表32: 伊利联手国民头部健康品牌



资料来源: 伊利投资者日推介材料, 华泰研究

图表33: 伊利采用顶级配方/顶级技术/顶级工艺打造产品竞争壁垒

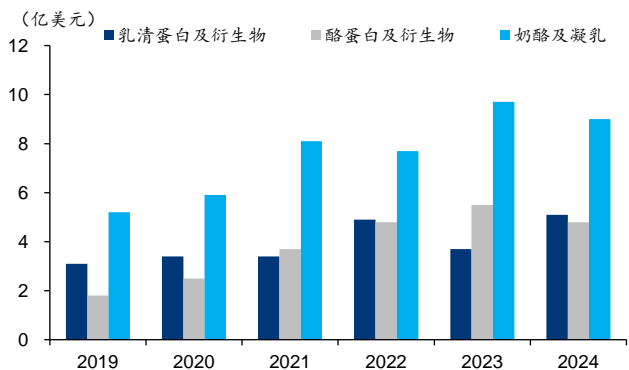


资料来源: 伊利投资者日推介材料, 华泰研究

(三) 乳品深加工板块:

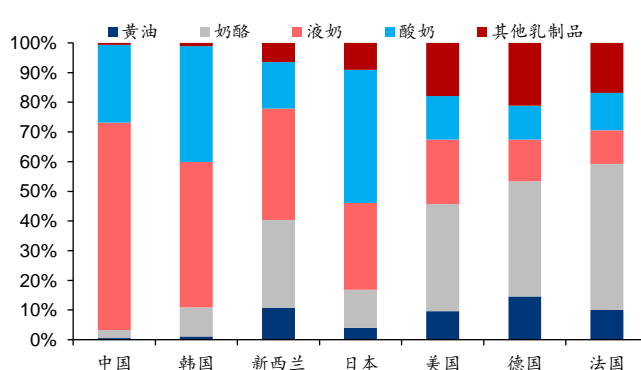
乳品深加工行业在中国的发展恰逢其时，政策端为国产替代提供助力。由于国内乳原料技术不成熟，中国已成为全球最大的乳原料进口国，24年进口的乳原料占中国原奶总需求的34.9%（据24年公司投资者日推介材料，将进口乳品原料折算为原奶量）。乳清蛋白及衍生物/酪蛋白及衍生物/凝乳的进口金额20-24年CAGR分别为10.6%/21.2%/11.4%。此外，海外经验表明乳制品终端需求与GDP水平相关性较大，目前中国处于“常温白酸奶-鲜奶/奶酪”的品类发展中后期，主要为结构性增长机会。据商务部公告，自25年12月23日起采取临时反补贴税保证金的形式对原产于欧盟的进口相关乳制品实施临时反补贴措施，实际税率提升超20%（此前相关产品进口关税税率在8%-15%，此次加征的反补贴税保证金比例在28.6%-42.7%）。本次调查涉及的产品包括鲜乳酪、经加工的乳酪、蓝纹乳酪、其他未列名的乳酪，以及未浓缩及未加糖或其他甜物质的乳及稀奶油（按重量计脂肪含量超过10%），我们判断后续国内深加工乳制品（如稀奶油/奶酪/乳蛋白等）的需求广阔。

图表34: 中国乳深加工原料进口需求增长迅速: 部分产品进口金额



资料来源: 海关总署, 华泰研究

图表35: 25年各国的乳制品消费结构对比 (按液奶占比从高到低排序)



资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表36: 我国乳品深加工业务中, 本土品牌未来掘金空间较大



资料来源: 伊利投资者日推介材料, 华泰研究

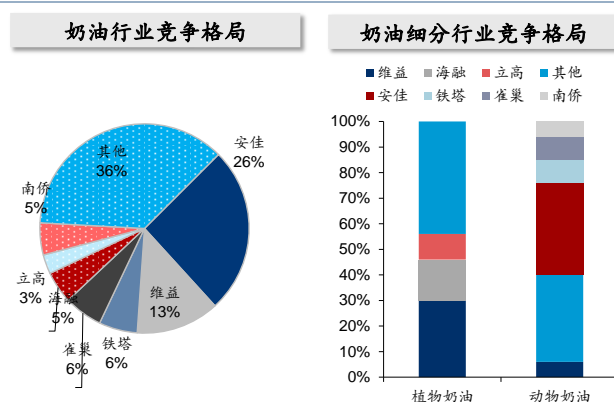
1) 奶油：我们判断未来半年或为奶油行业升级的重要窗口期，本次行业升级将以外资品牌主导、国产品牌加速追赶、产品品质标准提升为主要特征。据中国乳制品工业协会《2023年奶油行业报告》，23年中国奶油行业市场规模达180亿元，在烘焙、茶饮等餐饮需求驱动下持续增长，产品结构呈现以动物奶油为主导、植物奶油与混合奶油差异化并存的格局，健康化与功能化趋势逐步显现。从行业格局来看，23年我国奶油行业中，安佳/维益/铁塔/雀巢位列前四，市占率分别为26%/13%/6%/6%，国产奶油品牌海融、立高、南侨紧随其后，市占率均≤5%。细分品类来看，动物奶油格局相对稳固，外资品牌份额过半，安佳占据领先地位、23年市占率为36%。此前国产奶油品牌主要发力植物奶油，目前行业内有更多的国产奶油厂商（如伊利、立高、海融、青岛可颂等）加大对于动物奶油的生产和研发，国产稀奶油的发展有望提速。25年3月国家卫健委与市场监管总局联合发布全新的《食品安全国家标准：稀奶油、奶油和无水奶油》(GB 19646-2025)，明确要求“稀奶油”和“调制稀奶油”都必须符合“纯乳脂”，为行业划定了更高的品质准线。

图表37：2009-2022年我国B端奶油行业市场规模同比增长情况



资料来源：欧睿，华泰研究

图表38：23年奶油行业市场竞争格局（按销售额）

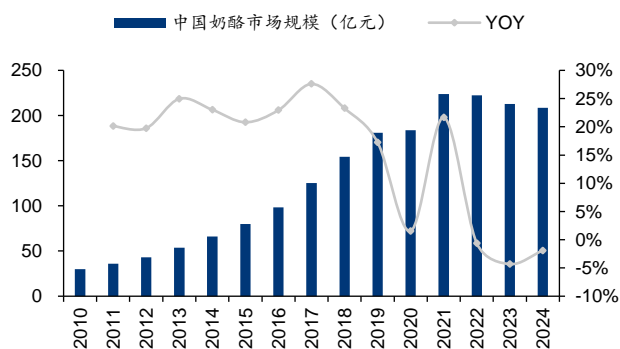


资料来源：中国乳制品工业协会《2023年奶油行业报告》，华泰研究

2) 奶酪：据欧睿，24年中国奶酪行业市场规模超200亿，C端市场规模于25Q1同比降幅收窄，B端产品应用场景增加、带来行业增量机会。据欧睿，24年中国奶酪市场规模达209亿元，16-21年受益于消费结构升级及公众健康意识提升，我国奶酪市场快速成长（期间CAGR达17.9%），但受消费力偏弱、以奶酪棒为代表的儿童即食类产品陷入景气下行周期等因素影响，22-24年我国奶酪市场规模阶段性承压。据尼尔森，25Q1我国零售端奶酪行业市场规模同比-5%/环比+2%，环比已有所改善。与此同时，22年起，餐饮工业奶酪产品的需求量持续增长，据欧睿，B端奶酪在奶酪大盘中的销量占比于25年提升至73.3%，带来行业增量机会。从行业竞争格局来看，据欧睿，24年蒙牛（妙可蓝多）/伊利/Savencia公司/贝尔集团/卡夫亨氏的市占率分别为33.4%/12.9%/10.3%/9.8%/3.7%，CR5合计占比70.1%。

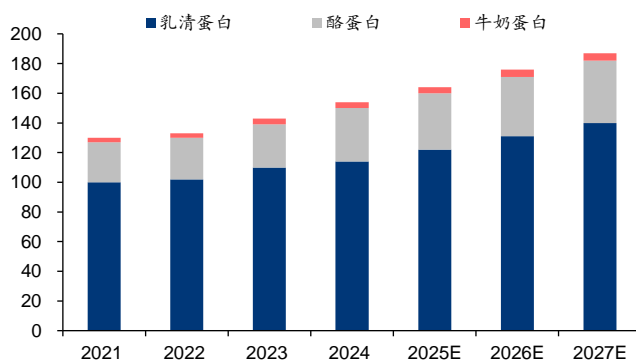
3) 乳蛋白：24年中国乳蛋白行业的销量达15.4万吨，受益于消费者的功能营养需求，预计27年有望增至18.7万吨，期间CAGR为6.7%。据欧睿，24年中国乳蛋白行业的销量达15.4万吨，其中乳清蛋白/酪蛋白/牛奶蛋白为11.4/3.6/0.4万吨，对应22-24年CAGR为4.5%/10.1%/10.1%。受益于消费者的功能营养需求，我国保健食品市场有望快速发展，乳蛋白市场规模增长潜力较大，预计27年有望增至18.7万吨，对应乳清蛋白/酪蛋白/牛奶蛋白有望增至14.0/4.2/0.5万吨，对应25-27年CAGR为7.1%/5.3%/7.7%。

图表39: 我国奶酪市场规模 (B 端+C 端出厂口径合计值)



资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表40: 中国三大乳蛋白品类的销量 (千吨)



资料来源: 中国乳制品工业协会《2023 年奶油行业报告》, 华泰研究

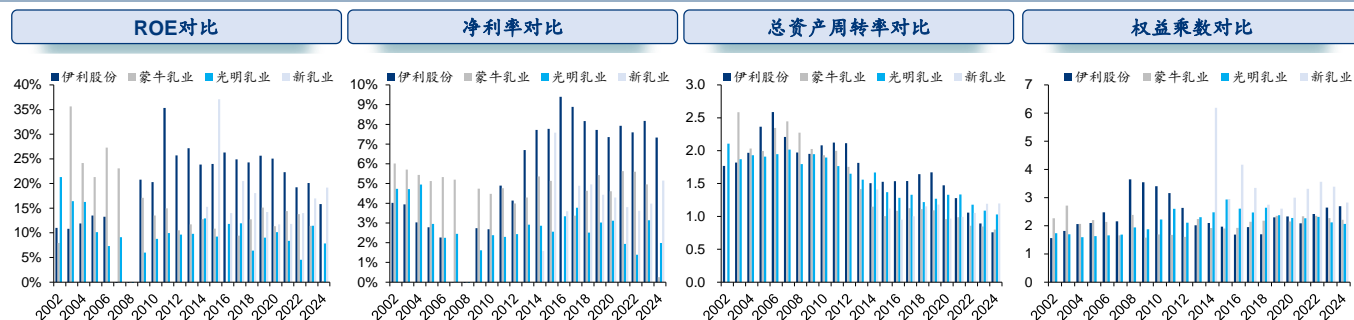
伊利针对乳品深加工业务已制定清晰的业务发展规划, 兼顾国内本土与国际市场。25 年以来, 公司逐渐加大对于乳品深加工业务的布局与规划, 产品品类包括乳粉类、乳脂类、蛋白类、奶酪类及乳基原料, 伊利全资子公司西部乳业 (Westland) 在新西兰东、西海岸有 5 家工厂, 聚焦全球市场 (涵盖中国、日本、美国、韩国、泰国等), 产品品类包括乳粉类、乳脂类及蛋白类。据尚普咨询 25 年 10 月发布的报告, 伊利专业乳品以“100%动物奶油中国品牌销售额第一”的成绩稳居行业首位, 再次以实力印证“中国乳品力量”的标杆地位。展望来看, 据公司 25 年投资者日推介材料, 公司将主动参与国内竞争, 力争未来 5 年达到国内百亿收入目标, 此后公司亦将积极开拓国际市场, 力争 10 年达到海外百亿收入目标, 产能规划将匹配公司的收入目标进行布局。

利润: 龙头乳企利润率提升为核心主线, 增量业务附加值较高

对标: 全球高 ROE 乳企的范式中, 高净利率是核心要素

对比国内的主要上市乳企, 伊利的 ROE 水平在 2009 年后持续占优。我们选取了国内主要乳企作为对照, 过去 10 年的 ROE 均值分别为: 伊利 (22.8%) > 新乳业 (17.8%) > 蒙牛 (9.6%) > 光明 (9.1%), 主要由于各公司的净利率水平存在差异, 过去 10 年的净利率均值分别为: 伊利 (8.0%) > 新乳业 (4.6%) > 蒙牛 (3.8%) > 光明 (2.7%)。从周转率的角度来看, 2020 年以来, 伊利的总资产周转率逐年下降, 除 2020 年的疫情影响外, 2021 年公司发行定增后遇到乳制品需求偏弱的外部环境, 带动公司 ROE 波动向下。

图表41: 中国主要乳企的 ROE 拆解对比



资料来源: Wind, 华泰研究

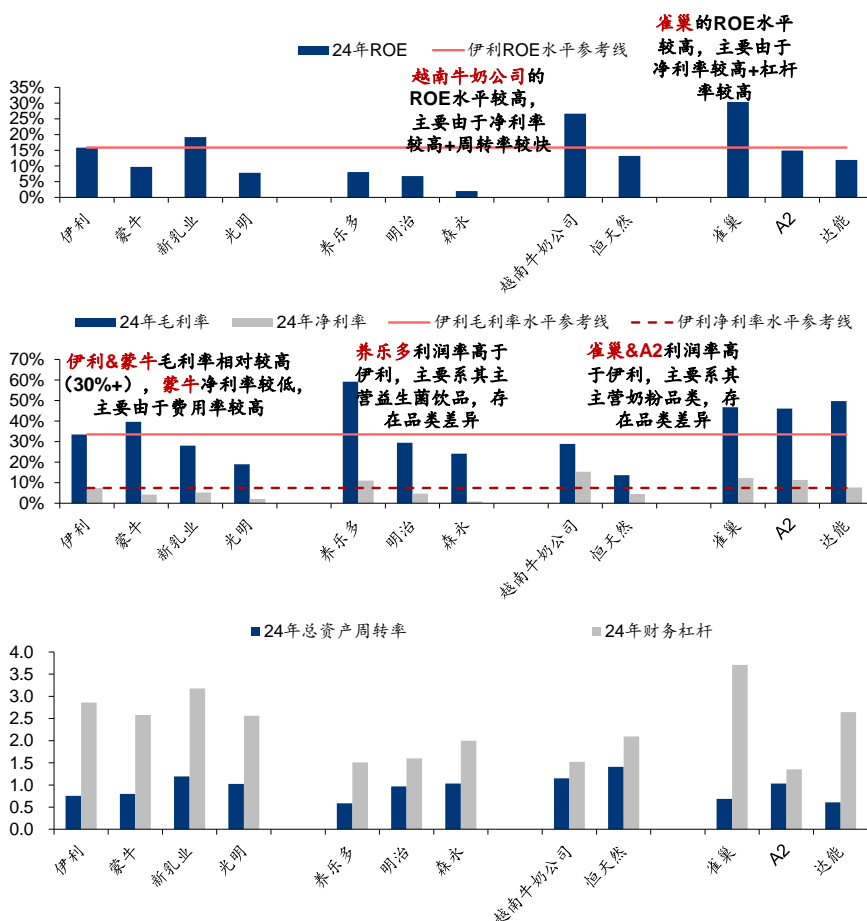
对比海外的主要上市乳企，高净利率通常是高 ROE 的核心要素，但实现路径各有不同。从 ROE 的角度来看，全球范围内大部分乳业上市公司的过去 5 年 ROE 均值在 10% 左右，相比之下伊利的 ROE 水平具备竞争优势（过去 5 年伊利的 ROE 均值为 19%）。拆分来看，高净利率通常是高 ROE 的核心要素，但不同品类之间的盈利能力存在差异，如养乐多主营的益生菌饮品与雀巢&A2 主营的奶粉品类具备更优的盈利能力。越南乳制品公司（VNM）长期具备较高的盈利能力，过去 5 年的 ROE/OPM 均值分别为 29%/18%，主要由于其在越南的乳制品市场中市占率超 50%（根据 23 年 Rabobank 数据）。此外，公司已实现上下游一体化，据公司公告，公司管理奶牛约 14 万头，原奶自给率约 50%。

图表42：全球范围内主要上市乳企的财务数据梳理

上市乳企	国别	24年总收入 (亿人民币)	24年乳制品业务收 入(亿人民币)	业务规模及拆分		乳制品相关业务			杜邦拆分(过去5年均值)	
				产品结构(24年)	地区分布(24年)	过去5年收入CAGR	过去5年OPM均值	ROE均值	资产周转率均值	权益乘数均值
雀巢	瑞士	8,108	919	综合业务，乳制品与冰激凌收入占比11%	全球分布	-1%	24%	28%	0.68	3.14
达能	法国	2,257	302	乳制品和植物基产品收入占比49%，特殊 营养品收入占比33%	全球分布	1%	9%	9%	0.58	2.61
萨普托	加拿大	976	976	乳制品业务收入占比100%	美国占比46%，加拿大占比27%， 欧洲占比6%，其他占比21%	7%	4%	5%	1.20	2.04
明治	日本	495	414	食品业务收入占比84%	日本占比87%，中国大陆占比2%	-2%	8%	10%	1.04	1.58
森永	日本	245	241	食品业务收入占比88%	日本占比88%	-1%	7%	13%	1.19	2.19
雪印	日本	271	118	乳制品及相关业务收入占比43%	日本占比100%	0%	4%	7%	1.51	1.95
养乐多	日本	225	216	乳制品及饮料收入占比96%	日本占比52%，亚洲及大洋洲占比 27%，美洲占比18%	8%	17%	10%	0.64	1.42
每日乳业	韩国	88	53	乳制品业务收入占比60%	韩国为主	-7%	5%	10%	1.84	1.84
VNM	越南	164	164	乳制品业务收入占比100%	越南为主	1%	18%	29%	1.20	1.43
A2 Milk	澳洲	77	52	婴幼儿业务收入占比67%，液态奶业务收 入占比18%，其他营养产品收入占比7%	婴幼儿业务：亚太占比94%，澳洲 占比6%；液奶业务：澳洲占比 60%，美国占比40%	9%	12% (公司整体)	16%	1.03	1.35
恒天然	新西兰	979	979	乳制品业务收入占比100%	全球分布	4%	6%	12%	1.20	2.67
伊利	中国	1,150	1,134	液奶业务收入占比65%，冷饮业务收入占 比8%，奶粉及奶制品业务收入占比26%	中国大陆 95%+	0%	8% (公司整体净 利率)	19%	1.09	2.33
蒙牛	中国	887	887	乳制品业务收入占比100%	中国大陆 95%+	2%	7%	10%	0.89	2.27

注：达能的乳制品相关业务指代乳制品和植物基产品；A2 Milk的乳制品相关业务指代婴幼儿粉业务；伊利股份和蒙牛乳业的乳制品相关业务指代液奶业务；资料来源：Bloomberg，各公司公告，华泰研究

图表43：全球范围内主要上市乳企的盈利、周转、杠杆情况对比



注：由于24年蒙牛的净利润中存在较多的非经常科目扰动，因而蒙牛的ROE与净利率水平我们采用过去5年平均值；资料来源：Bloomberg，各公司公告，华泰研究

研判：液奶业务与多元化业务的利润率改善路径探究

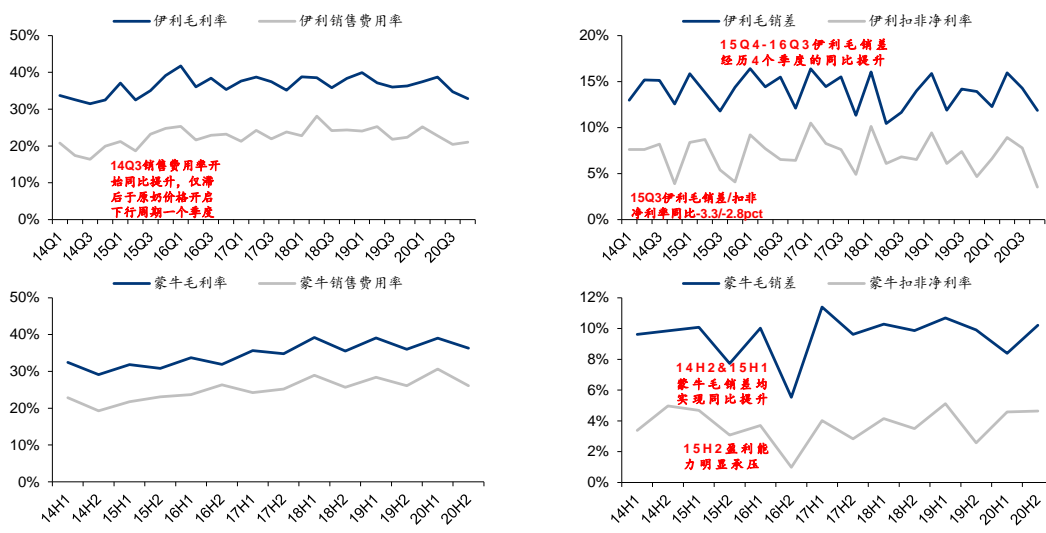
伴随乳制品行业逐渐步入发展成熟阶段，展望乳业两强的发展前景，市场对于乳企龙头的定价更多关联至净利率水平，在本节中，我们主要回答市场关注的两个问题：

如何理解原奶周期对于公司净利率的影响？

复盘来看：1) 过往的奶价下行周期中（2015年&2018年），乳企出于消化过剩奶源的考虑、市场竞争趋于激烈，主要乳企的销售费用率随之提升、折扣促销力度加大，使得公司毛销差同比下行（2015年伊利/蒙牛毛销差同比-0.1/-0.8pct，2018年伊利/蒙牛毛销差同比-1.5/-0.4pct）。2) 过往的奶价上行周期中（18H2-19H2），龙头乳企即使成本承压，但毛利率下行幅度并不大（主要由于产品结构升级及部分产品提价传导所致），同时行业竞争趋于缓和，主要乳企的促销费用有所下降，伊利的销售费用率由18Q2的28.1%降低至19Q2的25.2%，收缩了~3pct，毛销差则呈现提升态势（2019年伊利的毛销差同比+1pct），带来基本面改善。

以14-16年的原奶周期为例，拆分各阶段来看：1) 奶价下跌的时间段主要为14Q2-15Q2（原奶价格由4.15元/kg降至3.41元/kg）：受益于成本压力缓和及产品结构升级，龙头乳企的毛利率有所提振，但随后销售费用率开始同比提升。伊利的销售费用率自14Q3起同比提升，仅滞后于原奶价格开启下行周期一个季度，蒙牛14H2的毛利率与销售费用率均呈现同比提升。2) 奶价企稳的时间段主要为15Q3-16Q1（原奶价格由3.42元/kg提至3.55元/kg）：15Q3是此轮原奶下行周期中龙头乳企压力最大的季度，15年6月-16年2月原奶价格上涨的背景下、乳制品行业竞争边际缓和，带动伊利的毛销差15Q4-16Q3经历4个季度的同比提升，虽然原奶价格上行对于乳制品企业的成本端带来负面影响，但龙头乳企具备成本端的竞争优势，叠加销售费用率的收缩，最终实现基本面的改善。

图表44：上一轮原奶周期回顾：伊利&蒙牛的基本面复盘



此前冲刺千亿营收的阶段，伊利和蒙牛均以份额为先，追求营收高增，但费用率高企、压制企业盈利能力。进入“后千亿”时代，伊利和蒙牛都将利润提振置于较高的战略位置。2024年年报业绩说明会上，伊利提出“2025年目标净利率提升至9%”，蒙牛提出“25年希望OPM保持相对稳定，未来三年平均的目标是OPM提升30-50bp”。两家乳制品龙头高度集中的局面及潜在的竞争缓和预期有望利好其利润率提升，一方面，龙头乳企对于下游分销商及终端、议价能力较强，另一方面，伊利&蒙牛的广告促销费用率仍存部分优化空间。目前伊利&蒙牛均积极推动数字化营销，以实现精准投放，提高费用投放效率、营销创新速度及整体运营效率。未来伴随竞争趋缓的同时费效比提升，伊利&蒙牛的广告促销费用率或存在部分优化空间。

短期视角下，26 年以伊利为代表的龙头乳企经营趋势有望同比改善，散奶价格回暖后，小乳企发动价格竞争的空间相对有限，龙头乳企同比降低促销有望带来毛利率向上的弹性。龙头乳企在 24 年集中清理库存后，目前伊利与蒙牛的渠道库存均已回归至合理水平，后续有望轻装上阵、迎来经营改善。我们维持 25 年 11 月 26 日发布的年度策略报告《冬藏伺机，春归可期》中 26 年原奶周期有望走向供需平衡的判断，假设后续奶价企稳回升，小乳企发动价格竞争的空间相对有限，行业竞争有望趋于缓和，伊利促销费用的收缩有望对冲毛利率的小幅下行。一般而言，终端促销活动可大致分为两类，特价促销+买赠促销，为简化分析，我们基于减少促销使 ASP 提升的幅度，以 24 年公司液奶业务毛利率为依据，测算得成本不变的情况下，减促销使公司产品 ASP 每提升 1%，对应公司毛利率提升 0.7pct。降低促销带来的毛利率弹性，叠加喷粉减值/信用减值/淘牛损失等减少，以伊利为代表的龙头乳企盈利端存在向上的可能。

图表45：减少促销对于公司液态奶毛利率提升幅度的测算

24年报表数据		减少促销使得ASP提升的幅度					
		0%	1%	2%	3%	4%	5%
收入	100 (假设值)	100	101	102	103	104	105
成本	69	69	69	69	69	69	69
液奶业务毛利率	31.0%	31.0%	31.7%	32.3%	33.0%	33.6%	34.3%
毛利率变化幅度		0.0pct	0.7pct	1.4pct	2.0pct	2.7pct	3.3pct

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

展望未来，伊利与蒙牛或将进一步巩固“双寡头”格局，以“龙头企业”的姿态朝着横向多品类拓展与纵向高质量升级双向发展。展望来看，两大乳企依旧存在客观的竞争关系，但其博弈的方式更可能聚焦于产品研发及品牌文化诉求，而非简单依赖投放广告、价格竞争之类的短期策略。竞争逐步走向“理性协同”的态势下，中国乳制品行业整体也将受益于更稳健的产业生态，龙头不断迭代高附加值产品、满足细分人群需求，而中小品牌则在区域或细分市场寻求生存空间。类似 2000s 以来可口可乐与百事可乐在美国市场进入格局稳定的阶段之后，各自向全球化、多元化拓展迈进一样，伊利与蒙牛同样有望把握健康消费大趋势，一方面稳固国内液奶业务基本盘，另一方面以差异化、功能化、品牌出海等方向打造新的增长引擎，从而在更广阔的舞台上进行多维度竞争。

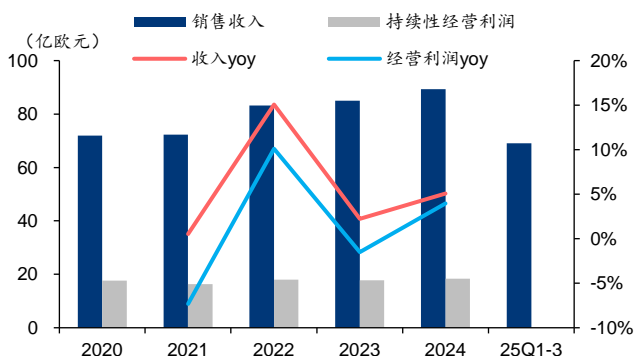
如何展望公司多元化业务的盈利能力？

基于公司核心发力的成人营养与乳品深加工业务，我们选取了全球范围内上述业务中的佼佼者达能 (Danone) 与恒天然 (Fonterra)，为伊利后续多元化业务的盈利能力提供参考。

1) 达能：达能实现了从玻璃制造商到全球营养品巨头的战略转型。达能的前身是成立于 1966 年的玻璃制造商 BSN。20 世纪 70 年代，面对玻璃行业的激烈竞争和一次性包装的兴起，公司创始人决定向下游食品饮料行业扩张。1973 年 BSN 与法国乳品公司 Gervais Danone 合并，正式踏入食品领域，为其日后聚焦健康食品奠定了基础。进入 21 世纪，随着全球经济增速放缓和消费者健康意识的逐步觉醒，达能再次站在了战略抉择的十字路口。为了追求更快增长和更高利润的赛道，2007 年公司出售了经营多年的饼干业务，并斥资 123 亿欧元收购了欧洲领先的婴幼儿营养品和临床营养品公司荷兰皇家纽密科 (Royal Numico)，正式确立了专业特殊营养为其核心业务之一。24 年达能专业特殊营养业务实现销售收入 89.4 亿欧元 (合 724.1 亿人民币)，对应 21-24 年收入 CAGR 为 5.6%，24 年该业务实现持续性经营利润 18.4 亿欧元 (合 149.2 亿人民币)，对应 20-25 年经营利润率均值为 22.0%。

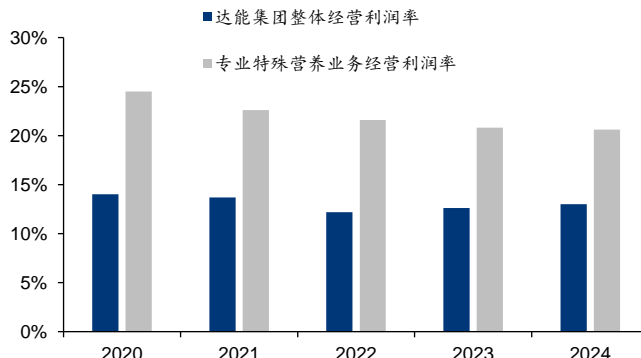
达能的营养品业务已构建起“生命早期营养”与“医学营养”双轮驱动的格局，盈利能力显著优于其他业务。自2007年收购荷兰皇家纽密科获得纽迪希亚、爱他美等核心品牌后，达能持续通过并购补充细分领域，业务覆盖婴幼儿配方至疾病康复医学营养。达能的营养品业务展现出突出的盈利能力，2020年以来的经营利润率维持在20%-25%，显著高于集团整体12%-14%的平均水平。我们判断达能营养品业务的高盈利源自独特商业模式与研发实力：在生命早期营养领域，达能通过配方升级推动产品高端化，依托品牌与科研建立强议价能力；在医学营养领域，达能的产品具备临床治疗属性，客户粘性高，需求较为刚性，赋予业务较强的抗周期特性，为行业同类业务提供了可参考的盈利模型。

图表46：达能专业特殊营养业务销售收入逐年递增



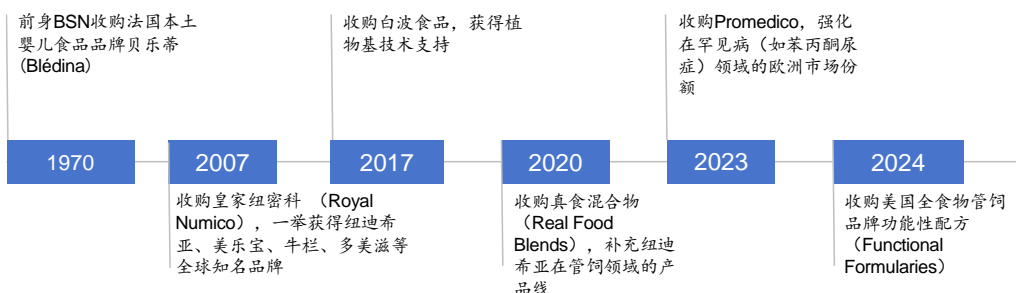
资料来源：公司公告，华泰研究

图表47：20年以来，达能专业特殊营养业务的经营利润率高于公司整体



资料来源：公司公告，华泰研究

图表48：达能收购时间线



资料来源：公司公告，华泰研究

图表49：达能营养业务主要产品

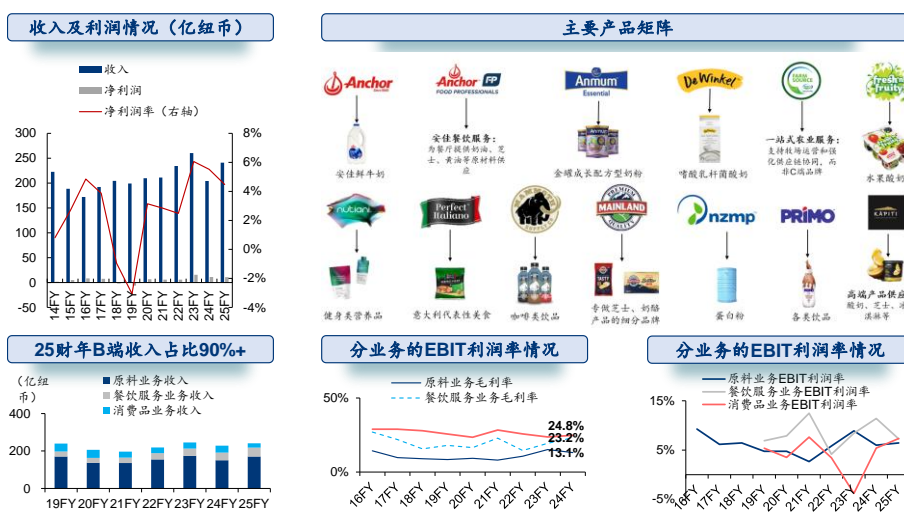
生命早期营养						
品牌名	爱他美		诺优能	可瑞康		牛栏
品牌定位	达能的全球旗舰品牌。主打“模拟母乳”的尖端科研，强调HMOs（母乳低聚糖）、免疫力和大脑发育		源自荷兰，主打“自然力量”。强调草饲奶源、不添加蔗糖/香精，注重肠道健康和自然免疫力	新西兰/澳洲国民品牌。主打纯净奶源，是达能旗下羊奶粉品类的核心品牌		源于英国，品牌历史极长。定位亲民，主打安全可靠的基础营养
代表性产品	卓萃/白金版（核心高端大单品，高含量乳脂） 奇迹系列 经典版		经典版 蕴茶（针对中国市场定制）	金装羊奶粉 A2蛋白牛奶粉		牛栏1段“红罐”奶粉
图例						
医学营养						
儿科医学营养			成人医学营养			
品牌名	纽康特	纽荃星	能全力	能全素	智敏捷	纽特舒
品牌定位	全球领先的氨基酸配方。针对对牛奶蛋白严重过敏、多重食物过敏的婴幼儿		管饲营养，医院ICU或病房专用。针对无法经口进食的患者，直接通过鼻胃管输送	口服营养补充，针对能进食但营养摄入不足的人群		针对中风或帕金森导致吞咽困难的患者，防止进食时呛咳/吸入性肺炎
代表性产品	LCP 星诺	纽荃星水奶	Nutrison Fibre Nutrison Energy	能全素粉剂 紧凑蛋白	智敏捷乳饮品	透明增稠剂
图例						

资料来源：公司公告，华泰研究

25Q1-3 达能在中国/北非及大洋洲区域实现营养品业务收入 20.5 亿欧元（合 165.9 亿人民币），占比 29.7%，已成为重要的收入支撑，达能在中国市场坚定执行“中国创造，中国制造”的本土化战略，目前已构建起以生命早期营养、医学营养和饮料业务为核心的稳固业务版图。在生命早期营养领域，达能依托上海科研中心的创新能力，推出了针对中国宝宝体质定制的爱他美“卓萃”、“奇迹”系列以及诺优能“蕴荟”等本土化产品，持续巩固其在高端奶粉市场的领先地位。据欧睿，2016 年以来，达能在中国婴儿食品行业中的市占率由 6.8% 逐年上升至 2025 年的 14.0%。与此同时，达能高度重视供应链的本土化建设，旗下的无锡工厂已成为集团全球最大的医学营养品生产基地之一，实现了纽迪希亚(Nutricia)旗下能全力、纽康特等多款成人及儿科医学营养产品的本土化生产，以快速响应中国临床市场的需求。在饮料板块，达能凭借“脉动”品牌占据中国维生素饮料市场的领先地位。为了更灵活地掌控在华业务，达能在 2022 年通过出售蒙牛与雅士利股权并回购多美滋中国，完成了从合资合作向独立运营的战略切换，从而实现了对中国市场渠道与品牌的自主掌控。

2) 恒天然：全球领先的乳制品出口商，总部位于新西兰，采用合作社模式运营，拥有众多奶农股东。公司以天然草饲奶源和完善的全球供应链为基础，产品覆盖乳粉、乳清蛋白、奶酪、乳脂、功能性蛋白等多类原料与高附加值营养产品，已成为绝大部分全球 TOP 50 食品企业的核心乳制品原料供应商。2001 年新西兰政府主导三大合作社 (NZDG、Kiwi、NZDB) 合并，正式成立恒天然合作集团，成为全球最大的乳制品出口商。恒天然通过 NZMP 和安佳等品牌服务全球食品制造、餐饮、营养健康等企业客户，渠道优势与客户粘性较强，正从传统原料出口商转型为“全球营养解决方案供应商”。25 财年公司总营收 241.1 亿纽币（合 973.2 亿人民币），13-25 财年的收入 CAGR 为 0.7%，25 财年公司净利润 10.8 亿纽币（合 43.6 亿人民币），13-25 财年的利润 CAGR 为 17.7%。

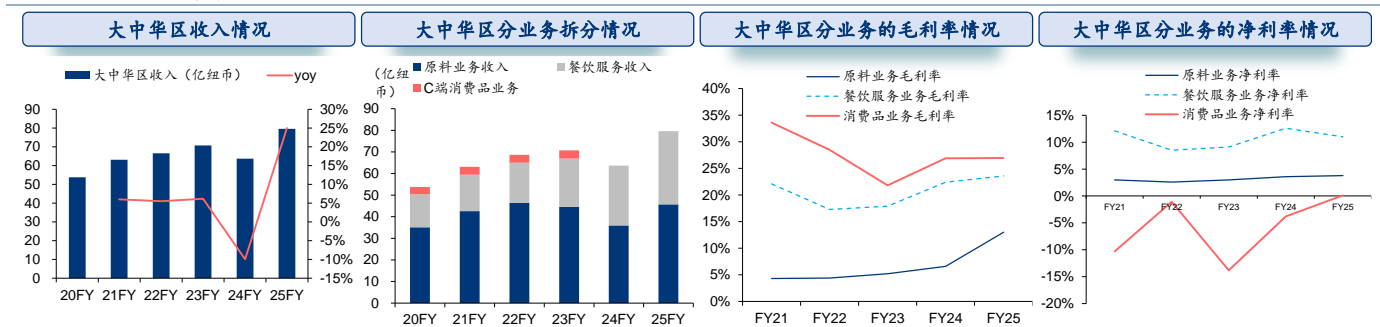
图表50：恒天然基本经营情况梳理



注 1：恒天然的财年为每年 8.1 日至次年 7.31 日；
 注 2：18 财年公司计提 4.05 亿纽币权益法投资减值，主要来自对关联企业的资产减值，另 18 财年公司新增 1.96 亿纽币 WPC80（乳蛋白）召回成本，主要系因产品质量问题导致的一次性费用；19 财年公司新增多项战略调整费用，合计 6.45 亿纽币，是扩大亏损的核心原因，主要包括中国农场减值、澳大利亚业务重置、新西兰消费品及餐饮业务、巴西业务减值、委内瑞拉业务处置等；
 资料来源：Bloomberg，公司公告，华泰研究

从恒天然大中华区（中国及东南亚市场）的数据来看，25 财年大中华区实现收入 79.6 亿纽币（合 321.3 亿人民币），在公司总收入中占比 33.0%，21-25 财年的收入 CAGR 为 8.2%；盈利端看，25 财年大中华区净利率为 5.2%，各业务条线的盈利能力有所分化。原料业务的毛利率从 21 财年的 4.3% 提升至 25 财年的 13.0%，净利率从 3.0% 上升至 3.8%，恒天然通过成本优化及定价策略调整等措施，毛利率和净利率均实现稳步增长。餐饮服务业务是恒天然大中华区的核心盈利板块，21-25 财年的毛利率均值为 20.7%、净利率均值为 10.7%，较强的盈利能力表明恒天然在价值链中具备较强的定价权，较好的产品品质与定制化服务使得恒天然具备一定的品牌溢价能力。消费品业务的毛利率高于原料业务与餐饮服务业务，但费用率高企使得 C 端业务的净利率在 21-24 财年始终为负，25 财年实现扭亏。

图表51: 恒天然大中华区的收入&盈利情况



注: 25 财年原料业务实现收入 45.7 亿纽币 (合 184.5 亿人民币), 21-25 财年的收入 CAGR 为 5.4%, 餐饮服务业务实现收入 34.0 亿纽币 (合 137.2 亿人民币), 21-25 财年的收入 CAGR 为 17.3%;
资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华泰研究

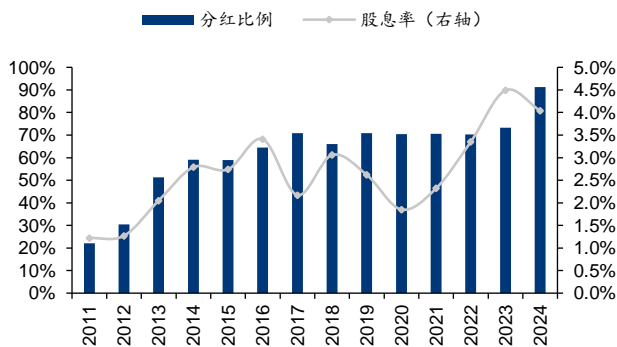
珠玉在前, 恒天然 B 端业务的发展历程呈现清晰的战略升级路径, 从早期依托新西兰奶源优势的大宗原料出口, 逐步转向以技术和驱动服务的定制化营养解决方案, 从财报数据来看, 餐饮服务业务的盈利能力显著高于原料业务。据伊利投资者日推介材料, 公司 B 端乳品深加工的利润率目标为 5%-10%, 参考恒天然大中华区的 B 端业务盈利情况, 我们认为伊利对于深加工业务的利润率目标具备达成的可能性, 预计对于公司整体利润率不会形成拖累 (25 年公司整体利润率目标为 9%)。

分红: 25-27 年度分红比例不低于 75%, 进一步强化中长期价值

伴随公司发展步入成熟阶段, 预计其资本开支高峰已过, 经营性现金流表现较好。18-23 年公司资本开支均值为 68.6 亿元, 24 年公司资本开支仅 39.8 亿元, 据公司业绩会, 公司资本开支中约 80% 为维持性资本开支, 其余约 20% 为增量产线对应的资本开支。考虑公司发展逐渐步入成熟阶段, 我们判断公司资本开支仍有进一步下降的空间, 带动其现金流情况稳健向好, 为公司提供较强的分红能力。

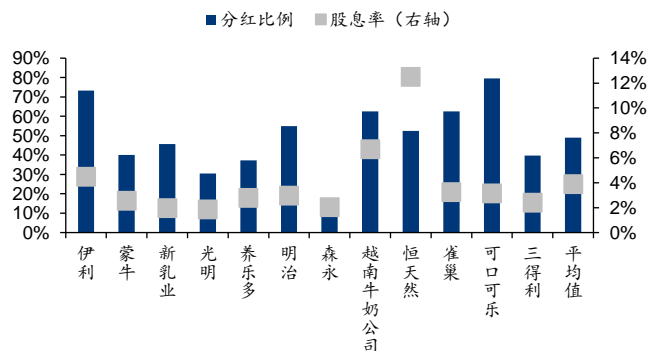
2025.11.18 日公司发布 25-27 年股东回报规划, 提出 25-27 年度, 公司每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 75%, 且每股派发红利金额不低于 24 年度每股派发现金红利 1.22 元 (含税), 公司重视股东回报, 进一步强化其中长期价值。我们选取了海内外主要的乳饮公司作为参考, 计算得 24 年分红比例的均值为 49.0%, 股息率均值为 3.9%, 伊利的分红比例高企, 我们以 75% 的分红比例计算, 参考华泰盈利预测, 则 2026.2.2 日股价对应 26 年股息率为 5.2%, 在海内外的主要乳饮企业当中具备竞争力。

图表52: 2011 年以来伊利的分红比例与股息率情况



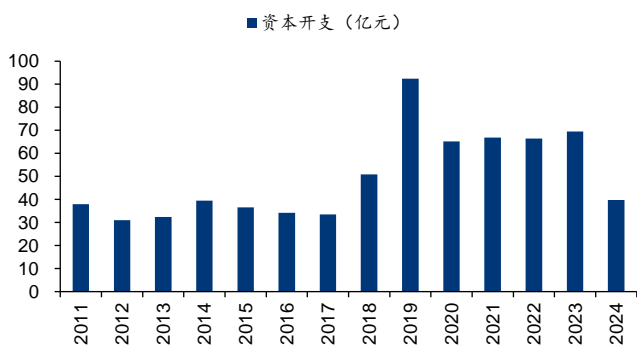
注 1: 分红比例=现金分红总额/归母净利润;
注 2: 股息率=每股股利 (税前)/每股市价, 每股市价采用年末数据;
资料来源: Wind, 华泰研究

图表53: 海内外主要乳饮公司的分红比例对比



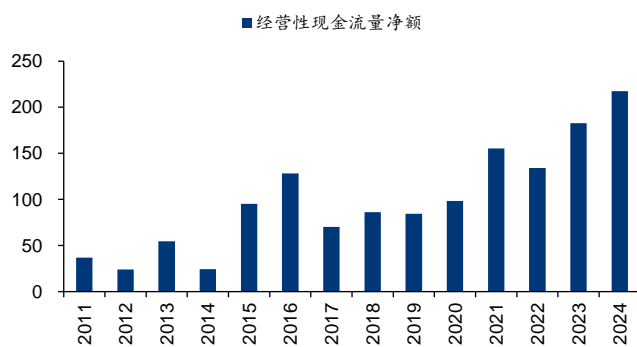
注 1: 由于伊利与蒙牛 24 年均存在商誉减值、对于两家公司的表现净利润存在不利影响, 因此 24 年两家公司的分红比例与股息率相对异常, 故我们采用 23 年数据, 其余公司的分红比例与股息率均为 24 年数据;
注 2: 分红比例与股息率的计算方式同图表 51;
资料来源: Wind, 华泰研究

图表54：2011年以来伊利的资本开支情况



资料来源: Wind, 华泰研究

图表55：2011年以来伊利的经营性现金流情况



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测与估值

展望来看，我们认可公司护城河深厚，后续有望不断打开成长边界，短看液奶需求有望回暖，竞争缓和有望带动盈利能力向上，中长期看全乳品类拓展，公司将持续打造成成人营养、乳品深加工等增长新引擎，且增量业务的附加值较高，预计公司后续的盈利能力提升仍为发展主线。

收入预测：24年公司实现营收1157.8亿，同比-8.2%，其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品系列/混合饲料和其他业务实现营收750.0/296.8/87.2/23.8亿，同比-12.3%/+7.5%/-18.4%/+1.2%，液体乳主业经营明显承压；25Q1-3公司实现营收905.6亿，同比+1.7%，其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品系列/混合饲料和其他业务实现营收549.4/242.6/94.3/19.4亿，同比-4.5%/+13.7%/+13.0%/+5.1%，25Q1-3公司液体乳业务收入下滑幅度较24年明显收窄，奶粉及奶制品延续较好的收入成长速度，公司婴配粉业务市占率不断提升，冷饮业务经历此前的调整后，25年以来已回归收入正增通道。我们预计25-27年公司有望实现营收1168.9/1212.4/1250.4亿，同比+1.0%/+3.7%/+3.1%：

图表56：季度财报数据总结

季度财报数据总结		3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	YoY	QoQ	4Q25E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	29,125	26,740	33,018	28,915	28,631	-3%	-1%	26,325	-2%	-8%
营业成本	Rmb mn	18,917	18,451	20,531	18,978	18,920	0%	0%	18,232	-1%	-4%
毛利率	%	35%	31%	38%	34%	34%	-1pct	0pct	31%	-1pct	-9pct
销售及管理费用	Rmb mn	6,553	5,936	6,835	6,836	6,358	-3%	-7%	6,148	4%	-3%
研发费用	Rmb mn	215	314	191	189	247	15%	31%	344	10%	39%
营业利润	Rmb mn	3756	-2321	5739	2,847	3,731	-1%	31%	528	转正	-86%
税前利润	Rmb mn	3747.5	-2,377	5,754	2,521	3,606	-4%	43%	373	转正	-90%
所得税	Rmb mn	423.7	56	808	230	422	-1%	83%	42	-25%	-90%
少数股东损益	Rmb mn	-14	-18	71	-36	-41	202%	14%	-8	-56%	-81%
归母净利润	Rmb mn	3,337	-2416	4,874	2,326	3,226	-3%	39%	312	转正	-90%
EPS	Rmb/sh	0.53	(0.38)	0.77	0.37	0.51	-3%	39%	0.05	转正	-90%
核心财务指标											
所得税率	%	11.3%	-2.4%	14.1%	9.1%	11.7%	-2.2pct	2.5pct	11.2%	13.6pct	-0.5pct
销售及管理费用率	%	22.5%	22.2%	20.7%	23.6%	22.2%	1.1pct	-1.4pct	23.4%	1.2pct	1.1pct
研发费用率	%	0.7%	1.2%	0.6%	0.7%	0.9%	-0.1pct	0.2pct	1.3%	0.1pct	0.4pct
营业利润率	%	12.9%	-8.7%	17.4%	9.8%	13.0%	-3.0pct	3.2pct	2.0%	10.7pct	-11.0pct
税前利润率	%	12.9%	-8.9%	17.4%	8.7%	12.6%	-4.1pct	3.9pct	1.4%	10.3pct	-11.2pct
归母净利率	%	11.5%	-9.0%	14.8%	8.0%	11.3%	-3.4pct	3.2pct	1.2%	10.2pct	-10.1pct

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

分业务：

1) 液体乳：24 年由于消费力较弱、渠道分化，叠加奶价下行背景下液奶行业竞争加剧，公司液奶业务经营阶段性承压，公司自 24Q2 开启渠道去库等措施，积极为渠道纾压，25 年外部消费环境仍较为平淡，原奶价格同比进一步下行，加剧液奶行业竞争，预计公司 25 年液奶业务收入仍有一定压力，参考 25Q1-3 公司液奶业务实现收入 549.4 亿，同比-4.5%，我们预计公司 25 年液奶业务实现收入 715.4 亿，同比-4.6%，但考虑 26 年原奶周期有望走向供需平衡，散奶价格回暖后，小乳企发动价格竞争的空间相对有限，短期看行业竞争有望缓和，公司综合实力突出，产品创新与品牌建设等动作执行到位，传统渠道维护与新渠道开拓均有条不紊，故公司有望于 26 年先于行业回归至收入正增通道，我们预计 26-27 年公司液奶业务实现收入 722.6/728.4 亿，同比+1.0%/+0.8%；其中预计 25-27 年销售量同比-2.5%/+0.5%/+0.4%，预计吨价同比-2.2%/+0.5%/+0.4%。

2) 奶粉及奶制品：该部分业务中，婴配粉业务贡献主要收入增长，25 年以来，行业主要产品价盘企稳，公司市占率稳步提升；25Q1-3 公司奶粉及奶制品业务实现收入 242.6 亿，同比+13.7%。公司持续重视产品研发与品牌营销等工作，预计 26-27 年公司婴配粉业务有望延续稳健增长。此外，公司持续重视成人粉及奶酪/稀奶油等深加工业务，我们预计奶粉及奶制品业务在中期维度仍将维持稳健增长。我们预计 25-27 年公司奶粉及奶制品业务有望实现收入 334.1/363.7/389.5 亿，同比+12.6%/+8.8%/+7.1%。

3) 冷饮产品系列：24 年经历渠道调整，25 年以来，公司冷饮业务已经逐渐恢复至收入正增通道，25Q1-3 公司冷饮业务实现收入 94.3 亿，同比+13.0%。考虑到公司对于冷饮产品不断拓宽消费场景，积极拓展新渠道，且海外冷饮业务表现出色，我们预计 25-27 年公司冷饮业务有望实现收入 98.4/106.2/112.6 亿，同比+12.8%/+8.0%/+6.0%。

4) 混合饲料和其他：该部分业务非公司重点业务，考虑 25 年公司部分季度的混合饲料和其他业务存在一定的经营调整，我们预计 25-27 年混合饲料和其他业务有望实现收入 21.0/19.9/19.9 亿，同比-12.0%/-5.0%/持平。

图表57：伊利股份收入预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	123,171	126,179	115,780	116,889	121,238	125,035
YOY	11.4%	2.4%	-8.2%	1.0%	3.7%	3.1%
液体乳	84,926	85,540	75,003	71,544	72,260	72,838
YOY	0.0%	0.7%	-12.3%	-4.6%	1.0%	0.8%
销售量（万吨）	949.5	969.5	892.7	870.3	874.7	878.2
YOY	-1.2%	2.1%	-7.9%	-2.5%	0.5%	0.4%
吨价（元/吨）	8,944	8,823	8,402	8,220	8,261	8,294
YOY	1.3%	-1.4%	-4.8%	-2.2%	0.5%	0.4%
奶粉及奶制品	26,260	27,598	29,675	33,414	36,366	38,948
YOY	62.0%	5.1%	7.5%	12.6%	8.8%	7.1%
冷饮产品系列	9,567	10,688	8,721	9,836	10,623	11,260
YOY	33.6%	11.7%	-18.4%	12.8%	8.0%	6.0%
混合饲料和其他	2,417	2,353	2,381	2,095	1,989	1,989
YOY	4.4%	-2.7%	1.2%	-12.0%	-5.0%	0.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

毛利率预测：

我们预计 25-27 年总体毛利率为 34.4%/34.7%/34.9%，同比+0.3/+0.3/+0.2pct，其中预计 25-27 年液体乳业务毛利率为 30.7%/30.8%/30.8%，同比-0.3/+0.1/+0.0pct，公司液奶业务的毛利率中同时体现了原奶价格、产品结构与部分产品货折的影响，25 年以来，虽然原奶价格仍然呈现同比下滑态势，但公司液奶业务的产品结构与行业竞争均存在一定压力，我们预计 25 年公司液奶业务的毛利率或同比小幅下滑，但考虑 26 年原奶周期有望走向供需平衡，行业竞争压力或同比减轻，我们预计 26 年公司液奶业务的毛利率或呈现同比上行趋势；公司奶粉及奶制品业务与冷饮业务均已经历此前调整期，现已回归至经营向上的阶段，预计 25-27 年毛利率均有望连续同比上行，预计 25-27 年奶粉及奶制品业务毛利率分别为 41.3%/41.5%/41.6%，同比+0.3/+0.2/+0.1pct，预计 25-27 年冷饮业务毛利率分别为 38.2%/38.4%/38.6%，同比+0.8/+0.2/+0.2pct。

图表58：伊利股份毛利预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利	40,052	41,391	39,481	40,227	42,098	43,654
液体乳	24,725	25,974	23,232	21,946	22,238	22,416
奶粉及奶制品	10,784	10,526	12,172	13,806	15,098	16,209
冷饮产品系列	3,681	4,109	3,263	3,759	4,081	4,348
混合饲料和其他	2,032	437	509	716	680	680
毛利率	32.5%	32.8%	34.1%	34.4%	34.7%	34.9%
液体乳	29.1%	30.4%	31.0%	30.7%	30.8%	30.8%
奶粉及奶制品	41.1%	38.1%	41.0%	41.3%	41.5%	41.6%
冷饮产品系列	38.5%	38.4%	37.4%	38.2%	38.4%	38.6%
混合饲料和其他	84.1%	18.6%	21.4%	34.2%	34.2%	34.2%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

费用率预测：

25Q1-3 公司对于销售费用率的控制卓有成效，25Q1-3 公司销售费用率同比-1.0pct 至 18.3%，公司持续实施精益管理等举措，我们预计 26-27 年公司提升费效比的趋势仍将延续，我们预计 25-27 年销售费用率 18.4%/18.4%/18.3%，同比-0.6/-0.0/-0.1pct。随着公司行业地位不断稳固，对于管理及研发费用的管控能力有望持续强化，整体管理及研发费用率有望趋于稳定，预计 25-27 年管理费用率 4.0%/4.0%/4.0%，研发费用率 0.8%/0.8%/0.8%，26-27 年均有望同比持平。

综上，我们预计 25-27 年营收 1168.9/1212.4/1250.4 亿，同比+1.0%/+3.7%/+3.1%，归母净利润 107.4/116.0/124.1 亿，同比+27.0%/+8.0%/+7.0%，对应净利率 9.2%/9.6%/9.9%。

图表59：伊利股份费用率及利润率预测明细

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	18.6%	17.9%	19.0%	18.4%	18.4%	18.3%
管理费用率	4.3%	4.1%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用率	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.4%	-0.3%
归母净利润	9,431	10,429	8,453	10,738	11,601	12,410
净利率	7.7%	8.3%	7.3%	9.2%	9.6%	9.9%
同比	8.3%	10.6%	-18.9%	27.0%	8.0%	7.0%

注：25 年公司归母净利润同比增速较快，主因 24 年公司计提大量商誉减值、形成低基数；

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们采用 PE 估值法与 DCF 估值法对于公司价值进行评估，我们以 PE 估值法作为主要的目标价依据，用 DCF 估值法对于公司内生价值进行解读。

-PE 估值法

我们看好伊利突破千亿收入目标后稳定成长的可持续性，短期看，公司经历 24 年的渠道调整后，当前渠道库存处于合理水位，25 年终端价格体系同比企稳，带动经销商盈利有所修复，26 年原奶周期有望走向供需平衡，液奶行业竞争或将趋于缓和，公司液奶业务 26 年有望先于行业回归至收入正增通道；中长期看，公司全乳品类持续拓展，成人营养粉、奶油/奶酪等深加工业务有望持续贡献收入增量。我们预计公司 25-27 年归母净利润 107.4/116.0/124.1 亿，同比+27.0%/+8.0%/+7.0%，对应 EPS 1.70/1.83/1.96 元，我们选取了主要的 A 股上市乳制品企业作为可比公司，参考可比公司 26 年 PE 均值 20x (Wind 一致预期)，给予其 26 年 20x PE，目标价 36.60 元，维持“买入”评级。

图表60: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)		PE (倍)					EPS (元)				25-27 净利润
		2026/2/2	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	CAGR		
光明乳业	600597 CH	10,890	15	23	21	18	0.52	0.35	0.39	0.43	-6%		
新乳业	002946 CH	15,406	29	22	18	16	0.62	0.82	0.98	1.13	22%		
天润乳业	600419 CH	3,079	70	84	21	16	0.14	0.12	0.47	0.61	63%		
平均值		9,792	38	43	20	17	0.43	0.43	0.61	0.72	26%		
中间值		10,890	29	23	21	16	0.52	0.35	0.47	0.61	22%		

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期;

资料来源: Wind、华泰研究预测

-DCF 估值法

现金流预测: 两阶段预测: 1) 我们预计 2030 年公司收入有望达 1355.7 亿元 (25-30 年 CAGR 为 2.7%), 对应 2030 年公司 EBIT 有望达 166.6 亿元 (25-30 年 CAGR 为 5.2%), 对应 2030 年公司 FCF (自由现金流) 有望达 169.2 亿元; 2) 2031-2035 年, 假设收入增速由 2030 年的 2.5% 每年逐年下降 0.2pct, 对应 2035 年公司收入有望达 1491.8 亿元 (31-35 年 CAGR 为 1.9%), 对应 2035 年公司 EBIT 有望达 183.3 亿元 (31-35 年 CAGR 为 1.9%), 对应 2035 年公司 FCF 有望达 179.0 亿元 (31-35 年 CAGR 为 1.1%)。此外, 我们假设永续增长率 g 为 1.2%。

图表61: 自由现金流预测 (单位: 百万元)

自由现金流预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入	126,179	115,780	116,889	121,238	125,035	128,702	132,218	135,566	138,728	141,686	144,423	146,925	149,176
YoY	2.4%	-8.2%	1.0%	3.7%	3.1%	2.9%	2.7%	2.5%	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%	1.5%
息税前利润	12,932	12,301	13,312	14,181	14,988	15,556	16,113	16,657	17,045	17,409	17,745	18,052	18,329
YoY	16.9%	-4.9%	8.2%	6.5%	5.7%	3.8%	3.6%	3.4%	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%	1.5%
息税后利润	11,347	10,281	11,680	12,443	13,150	13,649	14,138	14,615	14,956	15,275	15,570	15,839	16,082
+折旧及摊销	4,135	4,324	4,526	4,743	4,925	4,679	4,445	4,222	4,011	3,811	3,620	3,439	3,267
-营运资金变化	3,077	-1,941	-59	207	189	112	169	157	146	157	154	152	154
-资本支出	-6,956	-3,978	-3,432	-2,953	-2,421	-2,300	-2,185	-2,076	-1,972	-1,873	-1,780	-1,691	-1,606
自由现金流	11,604	8,686	12,716	14,439	15,843	16,140	16,567	16,919	17,142	17,370	17,564	17,741	17,898
YOY	347.0%	-25.1%	46.4%	13.6%	9.7%	1.9%	2.6%	2.1%	1.3%	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

WACC 假定条件: 基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况, 我们假定有效税率为 12.3%, 目标债务资本占比为 30%, 贝塔系数为 1.1 (根据 Wind BETA 计算器计算近 10 年中信食品饮料行业加权调整贝塔值), 无风险利率采用 10 年期国债到期收益率为 1.7%, 我们假设风险溢价为 7.9% (采用公司上市以来沪深 300 指数相较 10 年期国债到期收益率的风险溢价), 债务资本成本为 2.5%, 计算得出 WACC 值为 7.9%。

图表62: WACC 假定条件

税率	12.3%
目标债务资本占比	30.0%
贝塔系数	1.1
无风险收益率	1.7%
风险溢价	7.9%
权益资本成本	10.4%
债务资本成本	2.5%
税后债务资本成本	2.2%
WACC	7.9%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

DCF 估值结果: 未来现金流折现至 2026 年, 得出公司的权益价值为 2,334.2 亿元, 对应每股权益价值为 36.90 元, 内在价值具备支撑。

图表63: DCF 估值结果 (单位: 百万元)

预测期自由现金流现值	120,242
自由现金流终值	269,090
永续自由现金流现值	135,388
企业价值	255,630
净现金, 少数股东权益	-22,207
权益价值	233,423

资料来源: Wind, 华泰研究预测

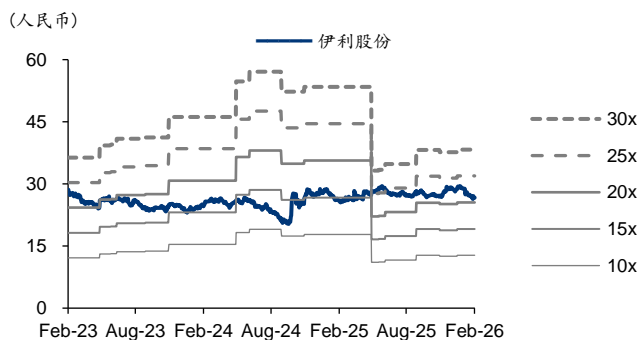
风险提示

原料成本波动。如果未来原材料价格产生大幅波动, 而公司不能适时采取有效措施, 可能会影响公司产品的市场竞争力, 公司将面临利润下降的风险。

行业竞争加剧。消费者对必需高频的日常消费品更关注质量品质, 如果公司在采购、生产、销售等各经营环节出现质量安全问题, 则会对品牌美誉度产生较大影响。

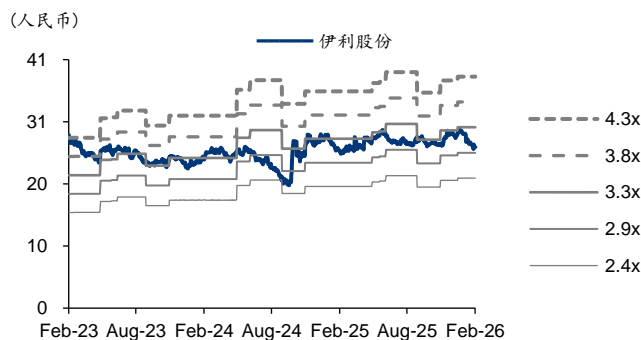
食品安全风险。如果出现食品安全问题, 公司销售也将受到影响。

图表64: 伊利股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表65: 伊利股份 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，吕若晨、王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师吕若晨、王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司