



中国乳制品行业：基本面依然稳健，新常态下估值超跌明显

与其他消费品行业一样，中国乳制品行业在疫情后进入新的常态，具体表现为（1）收入保持稳健增长，但增速将有所放缓；（2）白奶渗透率的提升将是行业未来增长的主要驱动；（3）持续高端化的空间可能受限，产品创新重要性将进一步凸显；（4）原奶价格下行压力有望减小，竞争格局有望得到改善；（5）费率优化有望促使主要玩家经营利润率小幅提升。在较弱的市场情绪下，主要玩家当前估值已显著超跌（低于 1.0x PEG），下行空间相当有限。随着 2024 年的业绩确定性持续增强，我们认为蒙牛(2319.HK)股价的弹性会大于其他乳制品玩家。

- 伊利与蒙牛 2024 年收入增长有望小幅加速：**2024 年较晚的春节对经销商备货的节奏影响较大，叠加 2023 年年末的市场终端需求不如预期，导致主要乳制品企业 4Q23 的收入表现不及预期。因此，蒙牛与伊利都小幅下调了 2023 年全年的收入预期。考虑到目前行业的渠道库存比较健康，且春节备货节奏变化有利于 2024 年的收入表现，我们预测只要终端需求能够保持稳定，主要玩家 1Q24 的收入有望实现不错的增长。展望 2024 年，我们预计蒙牛与伊利的内生收入增速有望略快于 2023 年的表现。
- 结构升级空间有限，费率优化有望驱动经营利润率小幅扩张：**如我们之前所预测，中国乳制品行业高端化的步伐将大幅放缓。另外，高毛利品类（比如常温酸、乳饮料、奶粉等）的收入表现相较 2023 年预计有所好转，但大概率依然慢于白奶的增长。尽管春节错峰对 2024 年的高端产品增长有正向的影响，但考虑到较弱的消费力，我们依然预测 2024 年乳制品玩家的产品结构将继续承压。基于以上考虑，我们预测主要玩家 2024 年的毛利率将基本维持稳定。
- 原奶价格依然呈下行趋势，但降幅有望收窄：**2023 年原奶价格同比下滑中到高单位数。乳制品行业的主要玩家都面临较大的收奶和喷粉压力，也导致短期大包粉库存的减值。原奶价格的大幅下降也致使行业竞争有所加剧。庆幸的是伊利与蒙牛两大玩家依然坚持聚焦利润率，并未盲目跟随市场的打折促销活动。然而，这也在一定程度上对销售收入造成负面的影响。随着一些小牧场的逐步退出以及大牧场产能扩张的推迟，我们预计原奶供大于求的局面有望在 2024 年得到缓解，原奶价格有望在 2024 年止跌企稳。
- 产品创新的门槛进一步提高，有利于行业整合：**消费力下降对乳制品行业继续高端化带来较大的阻力。普通的产品创新已经很难使消费者愿意支付较高的产品溢价。要想持续提升产品结构和平均销售单价，乳制品企业必须对产品创新提出更高的要求。我们认为像伊利、蒙牛这样资金雄厚的玩家在产品创新与市场营销方面具有更强的实力，因此有利于他们进一步提升市场份额。
- 投资风险：**行业需求放缓、行业竞争加大、原奶价格增长超预期。

林闻嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2024 年 1 月 16 日

蒙牛 (2319.HK)


 买入

目标价 (港元)	23.9
潜在升幅	+29.8%
目前股价 (港元)	18.4
52 周内股价区间 (港元)	18.1-39.6
总市值 (百万港元)	72,488
近 3 月日均成交额 (百万港元)	261.5

注：截至 2024 年 1 月 16 日收盘价

伊利 (600887.CH)


 买入

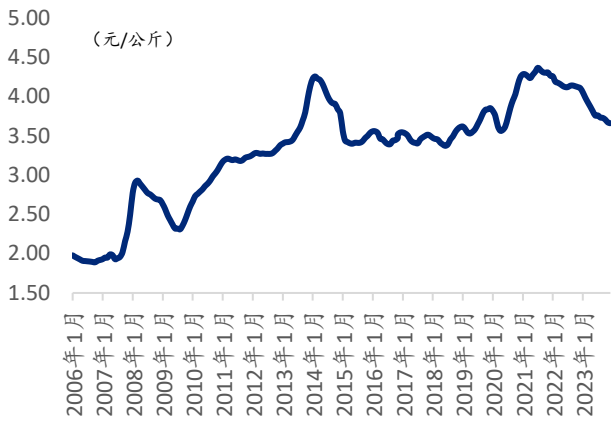
目标价 (人民币)	31.3
潜在升幅	+16.4%
目前股价 (人民币)	26.9
52 周内股价区间 (人民币)	25.2-33.8
总市值 (百万人民币)	171,248
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	813.2

注：截至 2024 年 1 月 16 日收盘价



扫码关注浦银国际研究

图表 1: 中国生鲜乳平均价



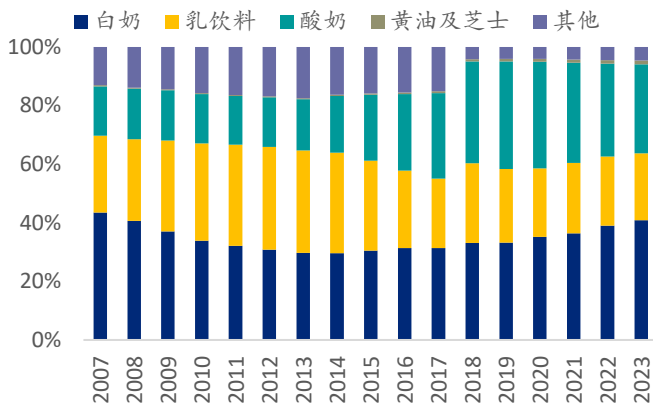
注: 数据截至 2024 年 1 月。资料来源: Wind、浦银国际

图表 2: 恒天然大包粉价格



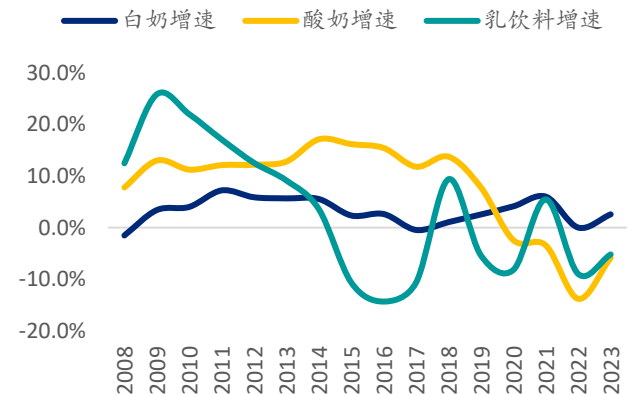
注: 数据截至 2024 年 1 月。资料来源: CLAL、浦银国际

图表 3: 中国乳制品行业按产品品类的销量分布, 2007-2023



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 4: 中国乳制品行业主要品类的销量同比增长



资料来源: Euromonitor、浦银国际

蒙牛乳业 (2319.HK, 买入, 目标价 23.9 港元)

估值与基本面明显不匹配, 派息比例提升有望成为股价反弹的催化剂

2023 年基本达成全年业绩指引: 蒙牛在 4Q23 与市场交流时, 预计 2023 年全年内生收入同比增长低至中单位数, 公司整体收入同比增长中至高单位数, 整体经营利润率同比扩张 50bps。尽管整体乳制品行业在 4Q23 面对竞争加剧与需求放缓的不利因素, 但就目前情况看, 我们认为蒙牛完成上述业绩指引问题不大。然而, 我们预计 2023 年将会有人民币 3-4 亿元的一次性大包粉减值损失。

产品结构提升空间大于竞争对手: 特仑苏增速 2023 年全年有望实现双位数增长, 高于基础白奶中高单位数的增长, 意味着蒙牛白奶 2023 年的结构依然有一定程度的提升。常温酸收入同比下滑 10%+, 下滑幅度小于伊利。考虑到蒙牛常温酸较小的市场规模, 常温酸收入的下滑对蒙牛总体收入与产品结构的负面影响相对较小。在较低的基数上, 贝拉米收入同比大增超 40%, 助力婴配粉品类录得增长。基于以上因素, 我们认为蒙牛未来两年继续提升品类与产品结构的空间要好于主要竞争对手。

估值与基本面明显不匹配: 虽然市场对蒙牛未来的收入预期有所降低, 但蒙牛未来两年的经营利润率扩张依然具有较大的确定性。基于每年 30-50bps 的经营利润率扩张幅度, 我们预计蒙牛 2023-2025 年净利润的复合增长率依然有望维持在 15% 以上。这和蒙牛目前不到 10 x 2024 P/E 的估值水平是明显不匹配的。随着市场情绪的改善以及 2024 年业绩确定性的提升, 我们预测蒙牛估值有望出现反转。我们预计 3 月的业绩会以及派息比例的提升将成为蒙牛股价反转的重要催化因素。

小幅下调盈利预测, 下调目标价, 维持“买入”评级: 我们基本维持蒙牛 2023-2025E 收入预测, 但小幅下调核心归母净利润预测 2% 左右来反映高端化步伐放缓的可能性。同时, 考虑到港股市场预期收益以及无风险回报率的上升, 致使蒙牛的估值水平下降, 我们下调蒙牛目标价至 23.9 港元 (相当于 12.5x 2024PE)。维持“买入”评级。

投资风险: 行业需求放缓、行业竞争加大、原奶价格增长高于预期。

财务报表分析与预测 - 蒙牛乳业

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	88,141	92,593	99,166	106,687	114,102
同比	15.9%	5.1%	7.1%	7.6%	7.0%
营业成本	-55,752	-59,904	-62,772	-67,320	-71,953
毛利润	32,390	32,690	36,395	39,367	42,149
毛利率	36.7%	35.3%	36.7%	36.9%	36.9%
销售及管理费用	-27,528	-27,267	-30,094	-32,012	-33,855
经营利润	4,862	5,423	6,301	7,355	8,294
经营利润率	5.5%	5.9%	6.4%	6.9%	7.3%
其他收入	1,563	1,842	920	920	920
财务收入	284	260	269	543	846
其他营业收入(支出)	-841	-1,023	-1,037	-362	-249
利润总额	5,868	6,502	6,452	8,457	9,811
所得税	-905	-1,318	-1,097	-1,522	-1,766
所得税率	-15.4%	-20.3%	-17.0%	-18.0%	-18.0%
净利润	4,964	5,185	5,355	6,934	8,045
减: 少数股东损益	62	118	-21	-45	-75
归母净利润	5,026	5,303	5,335	6,890	7,970
归母净利率	5.7%	5.7%	5.4%	6.5%	7.0%
同比	42.6%	5.5%	0.6%	29.1%	15.7%
核心归母净利润	5,942	5,824	5,685	6,890	7,970
核心归母净利率	6.7%	6.3%	5.7%	6.5%	7.0%
同比	47.4%	-2.0%	-2.4%	21.2%	15.7%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,420	13,050	15,790	18,405	21,300
应收票据及应收账款	4,160	3,660	4,015	4,309	4,585
预付款项	4,286	4,640	4,779	4,922	5,070
短期金融资产投资	4,667	6,827	7,000	7,000	7,000
存货	6,485	8,073	6,893	7,040	7,304
其他流动资产	2	526	2	2	2
流动资产合计	31,020	36,777	38,479	41,678	45,261
固定资产	17,335	19,653	21,464	23,138	24,692
在建工程	2,619	4,111	4,111	4,111	4,111
使用权资产	2,142	2,783	2,783	2,783	2,783
长期预付款项	463	453	400	400	400
无形资产	7,999	12,374	12,374	12,374	12,374
商誉	4,858	8,888	8,888	8,888	8,888
附属公司投资	15,794	10,396	10,262	10,600	11,051
备供出售金融资产	14,236	20,240	20,240	20,240	20,240
其他非流动资产	1,635	2,137	2,061	2,061	2,061
非流动资产合计	67,081	81,036	82,585	84,596	86,601
短期借款	4,265	9,095	9,095	9,095	9,095
应付票据及应付账款	8,804	10,201	9,355	10,032	10,674
其他应付款	14,576	13,581	13,581	13,581	13,581
其他流动负债	1,426	276	276	276	276
流动负债合计	29,072	33,153	32,308	32,985	33,627
长期借款	18,786	26,106	26,106	26,106	26,106
其他非流动负债	8,244	8,502	8,502	8,502	8,502
非流动负债合计	27,030	34,608	34,608	34,608	34,608
股本及储备	36,826	40,099	43,823	48,312	53,182
少数股东权益	5,174	9,953	9,974	10,019	10,094
所有者权益合计	41,999	50,052	53,797	58,331	63,276

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前利润	5,868	6,502	6,452	8,457	9,811
固定资产折旧	2,396	2,878	2,662	2,857	3,040
财务费用	-284	-260	-249	-543	-846
外汇损益	0	0	-20	0	0
资产处置损失	916	521	350	0	0
减值准备	392	527	0	0	0
附属公司收益	-693	-409	-113	-338	-451
存货的减少	-616	-1,158	1,180	-147	-263
经营性应收项目的减少	-1,975	701	31	-438	-424
经营性应付项目的增加	3,395	831	-845	677	642
税金	-903	-930	-1,097	-1,522	-1,766
其他	-952	-871	-1,338	-1,338	-1,338
经营活动产生的现金流量净额	7,545	8,333	7,014	7,665	8,406
资本开支	-17,728	-17,101	-9,012	-8,000	-8,000
投资支付的现金	4,160	-16,217	-11,313	-173	0
利息收入	1,234	994	1,586	1,881	2,184
其他	-3,106	17,462	16,055	3,642	3,406
投资活动产生的现金流量净额	-15,440	-14,862	-2,684	-2,650	-2,410
取得借款收到的现金	4,086	15,703	7,690	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	214	-1,733	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-1,862	-2,594	-3,107	-3,991	-5,501
其他	4,335	-7,229	-6,173	1,590	2,401
筹资活动产生的现金流量净额	6,773	4,147	-1,590	-2,401	-3,100
现金及现金等价物净增加额	-1,134	-2,339	2,740	2,615	2,895
期初现金及现金等价物余额	11,397	11,217	12,766	15,506	18,121
期末现金及现金等价物余额	10,263	8,878	15,506	18,121	21,016

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.5	1.5	1.4	1.7	2.0
每股销售额	22.3	23.4	25.2	27.1	29.0
每股股息	0.4	0.4	0.6	0.8	0.9
同比变动					
收入	15.9%	5.1%	7.1%	7.6%	7.0%
经营溢利	39.6%	11.6%	16.2%	16.7%	12.8%
归母净利润	42.6%	5.5%	0.6%	29.1%	15.7%
费用与利润率					
毛利率	36.7%	35.3%	36.7%	36.9%	36.9%
经营利润率	5.5%	5.9%	6.4%	6.9%	7.3%
归母净利率	5.7%	5.7%	5.4%	6.5%	7.0%
回报率					
平均股本回报率	17.0%	15.1%	13.5%	15.0%	15.7%
平均资产回报率	7.3%	6.1%	5.7%	6.5%	7.1%
资产效率					
应收账款周转天数	14.8	15.4	14.1	14.2	14.2
库存周转天数	39.3	44.4	43.5	37.8	36.4
应付账款周转天数	54.9	57.9	56.9	52.6	52.5
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
负债/权益	1.3	1.4	1.2	1.2	1.1
估值					
市盈率 (x)	11.2	11.4	11.7	9.6	8.3
市销率 (x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
股息率	1.9%	2.0%	3.0%	3.9%	4.5%

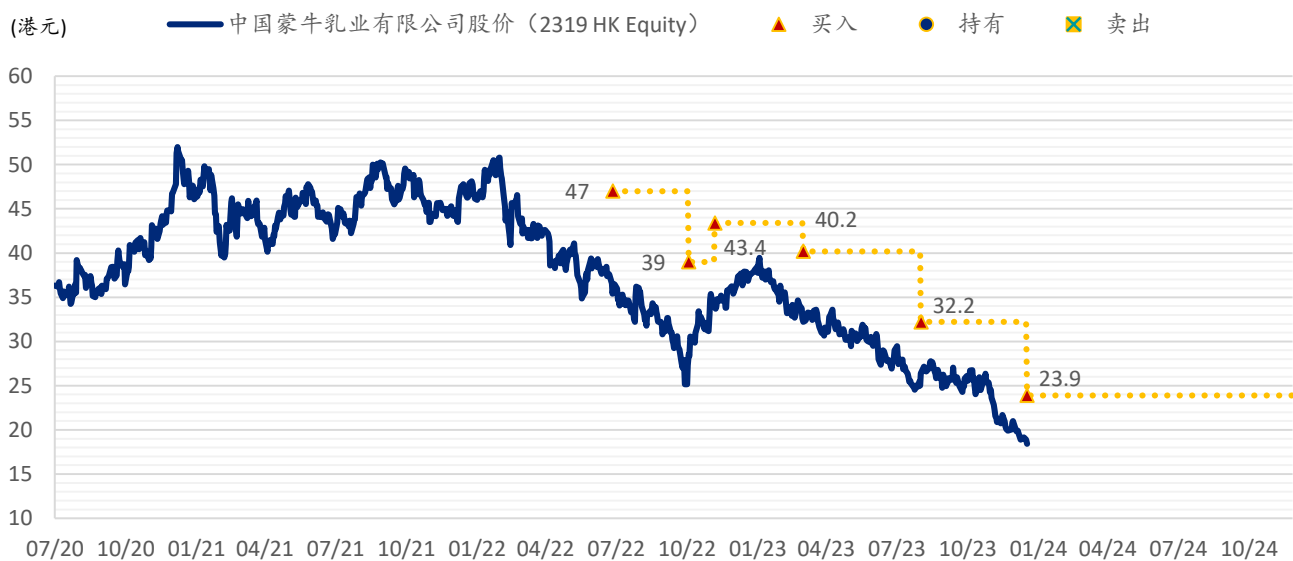
图表 5：盈利预测变动：蒙牛乳业

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	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	99,166	99,276	-0.1%	106,687	106,734	0.0%	114,102	113,985	0.1%
核心经营利润	6,301	6,411	-1.7%	7,355	7,418	-0.8%	8,294	8,273	0.3%
核心经营利润率	6.4%	6.5%	-0.1 pct	6.9%	6.9%	-0.1 pct	7.3%	7.3%	0.0 pct
核心归母净利润	5,685	5,807	-2.1%	6,890	7,042	-2.2%	7,970	8,129	-2.0%
核心归母净利率	5.7%	5.8%	-0.1 pct	6.5%	6.6%	-0.1 pct	7.0%	7.1%	-0.1 pct

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

图表 6：SPDBI 目标价：蒙牛乳业（2319.HK）



注：数据截至 2024 年 1 月 16 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

伊利股份 (600887.CH, 买入, 目标价人民币 31.3 元)

1Q24 有望实现开门红, 经营利润率有望继续提升

2023 年业绩可能小幅低于市场预期: 我们预计伊利 2023 年全年收入同比增长 3-4%, 处于原目标的低端。其中, 我们预计白奶依然能够录得同比双位数增长, 但常温酸收入预计同比下降超 20%。预计内生的婴配粉收入同比小幅下滑, 整体奶粉业务在成人粉的帮助下有望实现小幅正增长。冰淇淋业务全年依然有望录得双位数的收入扩张。由于公司没有积极加入行业的价格竞争, 我们预计伊利全年依然能够实现 30bps 的内生 EBIT margin 的扩张。

1Q24 开局有望实现开门红: 伊利 1 月前十天的终端动销总体表现不错, 且目前渠道库存处于较为健康的水平。考虑到今年春节备货的收入将基本完全落在 1 月, 我们预计伊利 1Q24 的收入有望实现较强的增长, 毛利率也有望实现同比改善。

2024 年各品类收入表现稳中有进: 我们预计伊利 2024 年全年收入有望实现加速增长。其中, 白奶有望维持稳健的收入扩张, 常温酸同比的收入跌幅有望收窄, 内生婴配粉的收入预计在龙年的加持下有望实现转正, 而冰淇淋的收入预计保持双位数的增长。在原奶价格跌幅不大、产品结构升级空间有限的情况下, 我们预计毛利率基本同比维持稳定, 但费用率的持续优化有望在 2024-2025 年帮助公司录得内生经营利润率每年 20-30bps 的扩张。

下调目标价, 维持“买入”评级: 考虑到伊利未来两年终端需求有一定不确定性、产品结构升级空间可能受限、经营利润率可能承压, 我们下调伊利 2023-2025E 收入预测(-1.3%/-3.2%/-4.8%)和归母净利润预测(-7.2%/-7.6%/-9.3%)。下调伊利目标价至人民币 31.3 元(相当于 18x 2024PE); 维持“买入”评级。

投资风险: 行业需求放缓、行业竞争加大、原奶价格增长高于预期。

财务报表分析与预测 - 伊利股份

利润表					
(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	110,595	123,171	127,390	134,406	140,956
同比	14.2%	11.4%	3.4%	5.5%	4.9%
营业成本	-76,417	-83,119	-85,887	-90,435	-94,785
税金及附加	-664	-742	-757	-798	-836
毛利润	33,515	39,311	40,747	43,173	45,335
毛利率	30.3%	31.9%	32.0%	32.1%	32.2%
销售费用	-19,315	-22,908	-23,390	-24,538	-25,493
管理费用	-4,227	-5,343	-5,381	-5,728	-6,023
其他经营收入及收益	-601	-822	-813	-756	-792
经营利润	9,372	10,238	11,163	12,151	13,026
经营利润率	8.5%	8.3%	8.8%	9.0%	9.2%
财务费用	29	255	260	462	611
其他收益	809	964	850	850	850
投资净收益	461	244	100	150	200
减值损失/收益	-442	-841	-310	-560	-510
营业利润	10,230	10,860	12,063	13,053	14,177
营业外收入	58	61	140	140	140
营业外支出	-176	-291	-370	-200	-200
利润总额	10,112	10,630	11,833	12,993	14,117
所得税	-1,380	-1,312	-1,538	-1,689	-1,835
所得税率	-13.6%	-12.3%	-13.0%	-13.0%	-13.0%
净利润	8,732	9,318	10,295	11,304	12,282
减: 少数股东损益	27	-113	68	216	235
归母净利润	8,705	9,431	10,227	11,088	12,047
归母净利率	7.9%	7.7%	8.0%	8.2%	8.5%
同比	23.0%	8.3%	8.4%	8.4%	8.6%

资产负债表					
(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	31,742	33,853	54,798	56,990	60,213
现金及等价物	31,080	33,188	54,133	56,325	59,548
其他	662	665	665	665	665
应收票据及应收账款	2,107	3,250	2,792	2,946	3,089
预付款项	1,520	1,834	1,896	2,001	2,098
其他应收款	126	200	200	200	200
存货	8,917	14,836	12,707	13,379	14,023
其他流动资产	5,742	7,490	6,686	6,686	6,686
流动资产合计	50,155	61,463	79,079	82,202	86,309
长期股权投资	4,210	4,563	4,393	4,393	4,393
固定资产	29,379	33,735	35,961	37,858	39,128
在建工程	3,736	3,443	3,443	3,443	3,443
无形资产	1,609	4,648	4,431	4,186	3,915
商誉	306	4,954	5,261	5,261	5,261
递延所得税资产	1,184	1,573	1,573	1,573	1,573
其他非流动资产	11,384	16,586	9,437	9,295	9,079
非流动资产合计	51,807	69,502	64,498	66,009	66,791
短期借款	12,596	26,799	32,564	32,564	32,564
应付票据及应付账款	14,062	16,807	16,707	17,591	18,438
合同负债	7,891	8,913	4,845	4,845	4,845
应付职工薪酬	3,168	3,642	3,767	3,974	4,168
应交税费	403	819	819	819	819
其他应付款	3,515	3,154	3,154	3,154	3,154
其他流动负债	1,661	2,035	2,035	2,035	2,035
流动负债合计	43,296	62,170	63,891	64,983	66,023
长期借款	5,380	9,298	16,029	16,029	16,029
应付债券	3,188	3,482	3,613	3,613	3,613
其他非流动负债	1,307	1,872	2,427	2,427	2,427
非流动负债合计	9,875	14,653	22,070	22,070	22,070
股本	20,669	20,635	20,602	20,602	20,602
储备	27,040	29,633	33,072	36,398	40,012
少数股东权益	1,083	3,875	3,943	4,159	4,394
所有者权益合计	48,791	54,143	57,617	61,159	65,008

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	8,732	9,318	10,295	11,304	12,282
固定资产折旧	3,033	3,548	4,874	5,553	6,231
无形资产摊销	118	204	517	544	571
财务费用	826	1,377	260	462	611
存货的减少	-838	-3,889	2,130	-673	-644
经营性应收项目的减少	-891	-907	395	-258	-241
经营性应付项目的增加	3,909	2,783	-4,043	1,092	1,040
其他	639	986	9,313	842	816
经营活动产生的现金流量净额	15,528	13,420	23,742	18,866	20,667
资本开支	-6,683	-6,646	-8,600	-8,600	-8,600
投资支付的现金	-979	-7,015	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-518	-7,143	170	0	0
其他	383	1,290	88	150	200
投资活动产生的现金流量净额	-7,797	-19,514	-8,342	-8,450	-8,400
吸收投资收到的现金	12,255	166	371	0	0
取得借款收到的现金	126,938	0	12,626	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	636	245,566	0	0	0
偿还债务支付的现金	-121,958	-228,896	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-5,693	-7,500	-7,419	-8,224	-9,044
其他	-234	-555	-33	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	11,945	8,781	5,545	-8,224	-9,044
现金及现金等价物净增加额	19,647	2,108	20,945	2,192	3,223
期初现金及现金等价物余额	11,434	31,080	33,188	54,133	56,325
期末现金及现金等价物余额	31,080	33,188	54,133	56,325	59,548

财务和估值比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.43	1.48	1.60	1.74	1.89
每股销售额	17.28	19.25	20.01	21.11	22.14
每股股息	0.96	1.04	1.12	1.22	1.32
同比变动					
收入	14.2%	11.4%	3.4%	5.5%	4.9%
经营溢利	22.8%	22.8%	9.2%	9.0%	8.9%
归母净利润	23.0%	8.3%	8.4%	8.4%	8.6%
费用与利润率					
毛利率	30.3%	31.9%	32.0%	32.1%	32.2%
经营利润率	8.5%	8.3%	8.8%	9.0%	9.2%
归母净利率	7.9%	7.7%	8.0%	8.2%	8.5%
回报率					
平均股本回报率	22.0%	18.1%	18.4%	19.0%	19.5%
平均资产回报率	7.5%	6.8%	7.1%	7.5%	16.0%
资产效率					
应收账款周转天数	0.0	0.0	8.0	8.0	8.0
库存周转天数	0.0	0.0	54.0	54.0	54.0
应付账款周转天数	0.0	0.0	71.0	71.0	71.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.2	1.0	1.2	1.3	1.3
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
负债/权益	1.1	1.4	1.5	1.4	1.4
估值					
市盈率 (x)	18.8	18.2	16.8	15.5	14.2
市销率 (x)	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2
股息率	3.6%	3.9%	4.2%	4.5%	4.9%

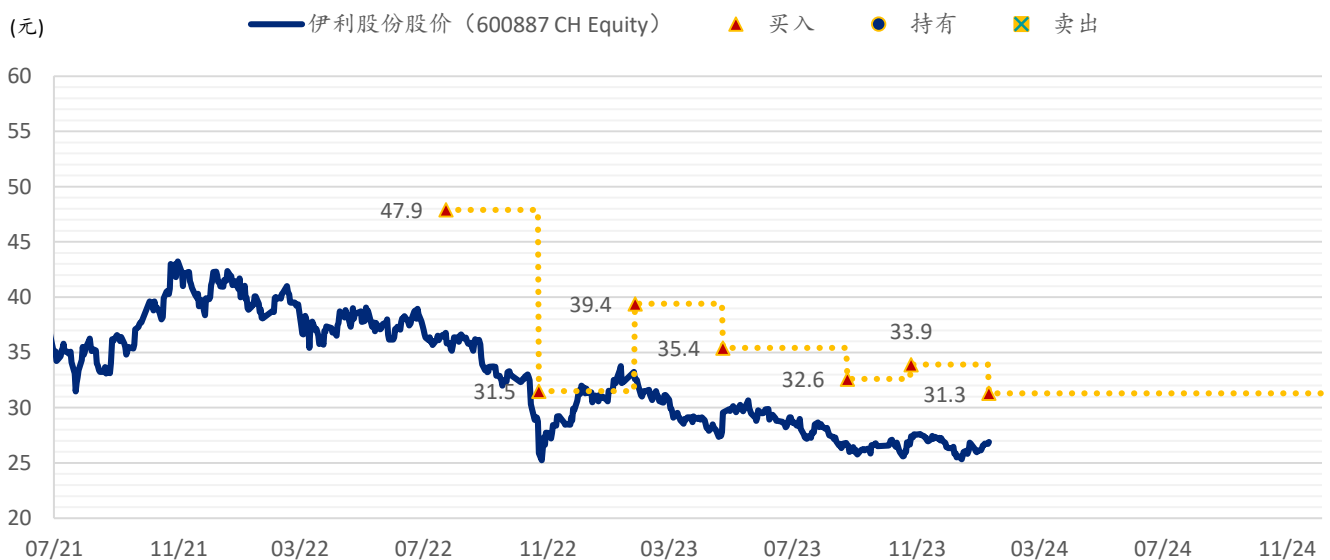
图表 7: 盈利预测变动: 伊利股份

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	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	127,390	129,106	-1.3%	134,406	138,863	-3.2%	140,956	148,042	-4.8%
核心经营利润	11,163	12,063	-7.5%	12,151	13,171	-7.7%	13,026	14,399	-9.5%
核心经营利润率	8.8%	9.3%	-0.6 pct	9.0%	9.5%	-0.4 pct	9.2%	9.7%	-0.5 pct
归母净利润	10,227	11,026	-7.2%	11,088	11,997	-7.6%	12,047	13,280	-9.3%
归母净利率	8.0%	8.5%	-0.5 pct	8.2%	8.6%	-0.4 pct	8.5%	9.0%	-0.4 pct

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

图表 8: SPDBI 目标价: 伊利股份 (600887.CH)



注: 数据截至 2024 年 1 月 16 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 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	17.4	买入	26.9	2024年1月2日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	71.6	买入	85.2	2024年1月5日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023年8月14日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.9	买入	8.4	2023年12月16日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.2	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	37.5	买入	67.7	2023年11月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	284.4	买入	528.2	2023年11月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.8	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	9.0	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.4	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	30.8	买入	39.4	2024年1月11日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	63.9	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	12.4	买入	17.9	2023年11月29日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	49.0	买入	81.7	2023年10月30日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	72.0	持有	98.2	2023年10月30日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.9	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	18.4	买入	23.9	2024年1月16日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.6	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.8	持有	5.4	2023年8月30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	16.8	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.3	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	7.6	买入	7.8	2023年9月13日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	94.5	买入	125.9	2023年12月11日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	35.2	买入	43.0	2024年1月11日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	66.9	持有	70.1	2023年12月11日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	68.6	持有	76.5	2023年12月11日	化妆品

注: 截至 2024 年 1 月 16 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

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人士。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人士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(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

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

