

食品饮料

2025年08月28日

伊利股份 (600887)

——25H1 点评：收入回暖 利润改善 业绩符合预期

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025年08月28日

收盘价(元)	27.69
一年内最高/最低(元)	31.96/21.13
市净率	3.0
股息率%(分红/股价)	4.41
流通A股市值(百万元)	174,279
上证指数/深证成指	3,843.60/12,571.37

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年06月30日

每股净资产(元)	8.43
资产负债率%	61.69
总股本/流通A股(百万)	6,325/6,294
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《伊利股份(600887)点评：减值风险出清 盈利能力优化 维持买入评级》

2025/04/29

《伊利股份(600887)点评：行业供需逐步改善 费用优化提升盈利》 2025/01/22

证券分析师

严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818×
yanzn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司披露 2025 年半年报。根据公司公告，2025H1 公司实现营业总收入 619.33 亿，同比增长 3.37%，归母净利润 72 亿，同比下降 4.39%，扣非净利润 70.16 亿，同比增长 31.78%；2025Q2 公司实现营业总收入 289.15 亿，同比增长 5.77%，归母净利润 23.26 亿，同比增长 44.65%，扣非净利润 23.87 亿，同比增长 49.48%。我们在业绩前瞻中预测 25Q2 公司扣非净利润增长 50%，公司业绩符合预期。
- **投资评级与估值：**维持盈利预测，预测 2025~2027 年公司实现归母净利润 113.77，121.38，128.15 亿，分别同比+35%，+7%，+6%，最新收盘价对应 2025~2027 年 PE 分别为 15x，14x，14x。公司作为国内乳制品领先的企业，液奶方面，高端品类渗透率依然有提升空间；奶粉方面，伴随中小企业出清，头部企业份额集中趋势不变。伴随上游原奶供给出清，供需格局改善，未来存货和信用减值压力缓和，未来盈利能力有望提升。当前时点公司估值经过连续回调已经位于十年较低水平，考虑到过去 3 年均保持 70%以上分红率，估值性价比高，维持买入评级。
- **25H1 奶粉、冷饮业务实现双位数增长，液体乳表现企稳。**分产品，2025H1 公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮分别实现收入 361.3/165.8 8/82.3 亿，分别同比-2.1%/+14.3%/+12.4%，其中，2025Q2 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮分别实现收入 164.9/77.6/41.2 亿，分别同比-0.8%/+9.7%/+38%。去年面对需求下滑的环境，公司主动出清渠道库存，在低基数上液体乳和冷饮于 Q2 的表现得到明显的环比改善。液体乳业务中，常温酸奶、常温乳饮料、高端白奶市场份额均实现增长，其中常温酸奶份额提升 4.3pct；低温液奶方面，通过产品创新，“畅轻”品牌实现收入双位数增长，低温白奶收入同比增长 20% 以上。奶粉业务方面，参考第三方数据，公司上半年整体婴幼儿粉市占率达到 18.1%，同比提升 1.3pct，位居全国零售市场份额第一，羊奶粉市场份额 34.4%，同比提升 3pct，成人奶粉零售额市场份额达到 26.1%，同比提升 1.8pct。冷饮业务方面，随着渠道库存出清，以及终端消费环境相对回暖，Q2 收入增速环比提升明显。此外，面向终端消费者的奶酪、乳制品业务市场份额达到 15.2%，面向餐饮专业客户的奶酪、乳脂业务收入同比增长超 20%。展望 25H2 以及未来，终端需求依然面临一定的不确定性，但公司经营包袱出清，在奶源、品牌、渠道端的核心竞争力依然稳固，伴随未来行业经营周期的反转，收入增速有望得到进一步修复。
- 25H1/25Q2 公司毛利率分别为 36.21%/34.37%，分别同比提升 1.18/0.53pct。分产品看，25H1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮业务毛利率分别为 31.74%/44.07%/39.21%，分别同比+0.4/0.9/2.01pct。上半年毛利率提升，主因原材料成本进一步下降，以及产品结构中高毛利的奶粉和冷饮业务收入占比提升所致。费用端，25Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.87%/3.77%/0.65%/-0.75%，分别同比-0.68/+0.51/-0.06/-0.49pct，销售费用率下降主因今年上半年广告营销投放减少，管理费用上半年整体有所节约，但是季节性费用确认节奏差异导致 Q2 管理费用率有所提升。此外，25Q2 公司资产减值/信用减值损失分别为 0.92/0.47 亿，同比去年减少 0.78/1.13 亿，资产减值减少主因今年喷粉减值减少，信用减值减少主因去年同期计提保理款坏账，而今年这一风险得到明显改善。25H1/25Q2 公司扣非净利率分别为 11.33%/8.26%，分别同比提升 2.44/2.41pct，净利率提升得益于毛利率改善、销售费用率收缩以及减值优化，上半年扣非净利润和归母净利润的差异主要来自于去年同期一次性投资收益影响。展望 25H2，原奶成本预计依然处于相对较低的位置，而竞争维度，费用投放预计会更精确高效，预计毛销差依然有同比改善的空间，而伴随去年风险因素的出清，预计下半年公司净利率有望延续提升的步伐。
- **风险提示：**竞争格局恶化，食品安全事件。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	115,780	61,933	123,822	129,149	134,497
同比增长率(%)	-8.2	3.4	6.9	4.3	4.1
归母净利润(百万元)	8,453	7,200	11,377	12,138	12,815
同比增长率(%)	-18.9	-4.4	34.6	6.7	5.6
每股收益(元/股)	1.33	1.14	1.80	1.92	2.03
毛利率(%)	33.9	36.0	34.1	34.2	34.4
ROE(%)	15.9	13.5	20.3	20.1	19.6
市盈率	21		15	14	14

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126,179	115,780	123,822	129,149	134,497
其中：营业收入	125,758	115,393	123,397	128,682	133,983
减：营业成本	84,789	76,299	81,329	84,656	87,908
减：税金及附加	733	733	749	783	827
主营业务利润	40,236	38,361	41,319	43,243	45,248
减：销售费用	22,572	21,982	23,188	24,194	25,200
减：管理费用	5,154	4,465	4,668	4,867	5,060
减：研发费用	850	870	1,114	1,162	1,210
减：财务费用	-153	-592	-411	-358	-262
经营性利润	11,813	11,636	12,760	13,378	14,040
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-160	-555	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-1,526	-4,676	-500	-200	-100
加：投资收益及其他	1,067	3,433	880	830	830
营业利润	11,873	10,182	13,550	14,457	15,269
加：营业外净收入	-152	-55	-55	-55	-55
利润总额	11,721	10,127	13,495	14,402	15,214
减：所得税	1,437	1,663	2,084	2,228	2,353
净利润	10,284	8,464	11,411	12,174	12,860
少数股东损益	-144	11	34	37	45
归属于母公司所有者的净利润	10,429	8,453	11,377	12,138	12,815

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。