

伊利股份 (600887.SH)

收入超预期，盈利持续改善

公司 25Q2 收入/归母净利润分别同比+5.77%/+44.65%，业绩超预期，其中液体乳受需求影响承压，但奶粉、冷饮等业务表现优异，新品及海外渠道稳健发展，整体份额逆势提升。下半年趋势有望延续，我们看好公司竞争优势下体现的业绩韧性，分红有望稳中提升，整体股息率可观。我们预计 25-27 年公司 eps 分别为 1.8 元、2.0 元、2.2 元，对应 25 年估值 15X，维持“强烈推荐”评级。

□ 公司 25Q2 收入/归母净利润分别同比+5.77%/+44.65%，业绩超预期。伊利股份发布 2025 年半年度报告，25H1 公司实现收入 619.33 亿元，同比+3.37%；归母净利润 72.00 亿元，同比-4.39%；扣非归母净利润 70.16 亿元，同比+31.78%，其中扣非归母净利润大幅提升主要系收入增加同时毛利率提升导致毛利额增加。单 Q2 看，公司 Q2 实现收入 289.15 亿元，同比+5.77%；归母净利润 23.26 亿元，同比+44.65%；扣非归母净利润 23.87 亿元，同比+49.48%。上半年经营活动现金流量净额同比-44.34%，主要系预收经销商货款下降幅度较同期增加，使得销售商品收到的现金减少所致，其中 Q2 经营活动现金流量净额同比-34.07%。Q2 现金回款 307.6 亿，同比+4.3%慢于收入，合同负债 46.02 亿，同比+3.88%，环比下降。

□ 冷饮收入高增，奶粉份额提升。分产品看，25H1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮/其他产品分别同比-2.06%/+14.26%/+12.39%/-5.05%，单 Q2 分别同比-0.85%/+9.65%/+37.96%/-3.05%，液体乳受消费环境影响仍承压，去年控货导致同期发货基数较低，今年实际动销降幅或高于报表。其中白奶酸奶仍下滑，乳饮料实现正增长。整体婴幼儿奶粉市场份额同比+1.3pct 达 18.1%跃居全国零售份额第一，延续快速发展态势，冷饮轻装上阵反弹明显。上半年公司新品收入合计占比达 14.7%，其中水饮业务 H1 双位数增长。25H1 公司海外冷饮业务同比+14.4%，婴幼儿羊奶粉业务同比+65.7%，增速亮眼。

□ 毛销差继续改善，减值收窄利润率改善。25Q2 公司实现整体毛利率 34.37%，同比+0.53pct；销售费用率 19.87%，同比-0.69pct，毛销差同比提升 1.2pcts 延续改善趋势；Q2 管理费用率 3.77%，同比+0.51pct；归母净利率 8.05%，同比+2.17pcts。此外，Q2 公司信用减值+资产减值合计 4 亿，相比去年同期显著收窄，主要受益于大包粉减值损失减少及去年信用减值相对较彻底，贡献利润弹性较高。Q2 公司营业外支出同比增加 3.2 亿，主要系对外捐赠增加，对利润有所影响。

□ H2 展望：关注需求边际改善。上半年受消费环境影响，公司液体乳基本盘增长承压，但奶粉、冷饮等业务表现亮眼。7-8 月看整体需求延续上半年态势，仍处于平稳复苏，随着消费政策逐步落地，预计整体乳制品行业有所改善，期待下半年中秋国庆假期需求复苏。利润端看，去年受商誉减值影响利润低基数，内生来看预计仍保持平稳。

□ 投资建议：收入超预期，盈利持续改善，维持“强烈推荐”评级。公司 25Q2 收入/归母净利润分别同比+5.77%/+44.65%，业绩超预期，其中液体乳受需求影响承压，但奶粉、冷饮等业务表现优异，新品及海外渠道稳健发展，整体份额逆势提升。下半年趋势有望延续，我们看好公司竞争优势下体现的业绩韧性，分红有望稳中提升，整体股息率可观。我们预计 25-27 年公司 eps

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料

目标估值: NA

当前股价: 27.69 元

基础数据

总股本 (百万股)	6325
已上市流通股 (百万股)	6294
总市值 (十亿元)	175.1
流通市值 (十亿元)	174.3
每股净资产 (MRQ)	8.4
ROE (TTM)	15.2
资产负债率	61.7%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	10.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	6	27
相对表现	-8	-5	-6

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《伊利股份 (600887) —Q1 迎开门红，盈利目标积极》2025-04-30
- 《伊利股份 (600887) —液态奶环比改善，利润增长超预期》2024-10-31
- 《伊利股份 (600887) —液态奶控货调整，期待 H2 环比改善》2024-08-31

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

✉ renlong1@cmschina.com.cn

分别为 1.8 元、2.0 元、2.2 元，对应 25 年估值 15X，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：需求复苏不及预期、成本大幅上涨、竞争再度恶化

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	126179	115780	120656	125065	130179
同比增长	2.4%	-8.2%	4.2%	3.7%	4.1%
营业利润(百万元)	11873	10182	14733	16173	17970
同比增长	9.3%	-14.2%	44.7%	9.8%	11.1%
归母净利润(百万元)	10429	8453	11541	12669	14078
同比增长	10.6%	-18.9%	36.5%	9.8%	11.1%
每股收益(元)	1.64	1.33	1.82	2.00	2.23
PE	16.9	20.9	15.2	13.8	12.4
PB	3.3	3.3	3.1	2.9	2.7

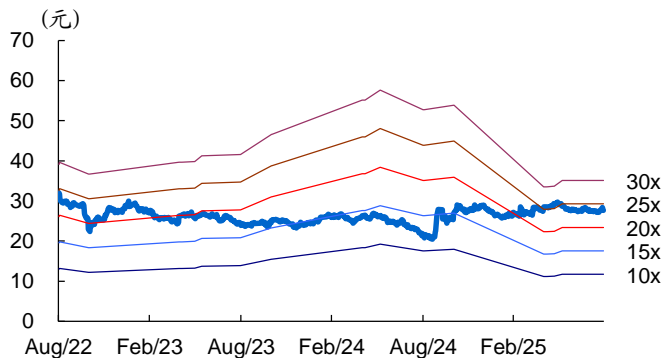
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

单位: 百万元	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	23FY	24FY
一、营业总收入	31207	28775	32577	27338	29125	26740	33018	28915	126179	115780
二、营业总成本	28078	26925	28373	24906	25583	24896	27511	26012	113944	103757
其中: 营业成本	21039	19643	20844	18087	18917	18451	20531	18978	84789	76299
营业税金及附加	156	206	181	181	163	207	189	224	733	733
营业费用	5578	5374	6010	5619	5523	4830	5588	5746	22572	21982
管理费用	1222	1276	1455	891	1030	1089	1245	1090	5154	4465
研发费用	209	298	145	196	215	314	191	189	850	870
财务费用	-127	128	-262	-69	-264	4	-233	-215	-153	-592
资产减值损失	-83	-1028	-40	-464	-183	-3990	-71	-266	-1526	-4676
三、其他经营收益	680	-1113	2698	-587	214	-4166	231	-56	-362	-1840
公允价值变动收益	556	-329	-60	-29	82	-21	12	286	278	-28
投资收益	45	-68	2579	49	31	-242	-1	-30	-31	2417
其他收益	238	407	233	294	208	282	277	91	1098	1016
四、营业利润	3809	737	6902	1845	3756	-2321	5739	-135	11873	10182
加: 营业外收入	10	116	56	5	10	6	35	-3	230	78
减: 营业外支出	286	50	35	17	18	62	20	335	382	133
五、利润总额	3533	803	6924	1833	3747	-2377	5754	2521	11721	10127
减: 所得税	478	-111	969	215	424	56	808	230	1437	1663
六、净利润	3056	914	5955	1618	3324	-2433	4945	2290	10284	8464
减: 少数股东损益	-19	-134	32	10	-14	-17	71	-36	-144	11
七、归属母公司净利润	3075	1048	5923	1608	3337	-2416	4874	2326	10429	8453
EPS	0.48	0.16	0.93	0.25	0.52	-0.38	0.77	0.37	1.64	1.33
主要比率										
毛利率	32.6%	31.7%	36.0%	33.8%	35.0%	31.0%	37.8%	34.4%	32.8%	34.1%
主营税金率	0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.8%	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%
营业费率	17.9%	18.7%	18.4%	20.6%	19.0%	18.1%	16.9%	19.9%	17.9%	19.0%
管理费	3.9%	4.4%	4.5%	3.3%	3.5%	4.1%	3.8%	3.8%	4.1%	3.9%
营业利润率	12.2%	2.6%	21.2%	6.7%	-0.9%	-8.7%	17.4%	9.8%	9.4%	8.8%
实际税率	13.5%	-13.8%	14.0%	11.7%	12.9%	-2.4%	14.1%	9.1%	12.3%	16.4%
净利率	9.9%	3.6%	18.2%	5.9%	11.3%	-9.0%	14.8%	8.0%	8.3%	7.3%
YoY										
收入增长率	2.7%	-1.8%	-2.6%	-16.5%	-6.7%	-7.1%	1.4%	5.8%	2.4%	-8.24%
营业利润增长率	70.9%	-43.6%	64.4%	-41.0%	-1.4%	-414.8%	-16.9%	54.3%	9.3%	-14.2%
净利润增长率	59.4%	-23.5%	63.8%	-40.2%	8.5%	-330.4%	-17.7%	44.6%	10.6%	-18.9%

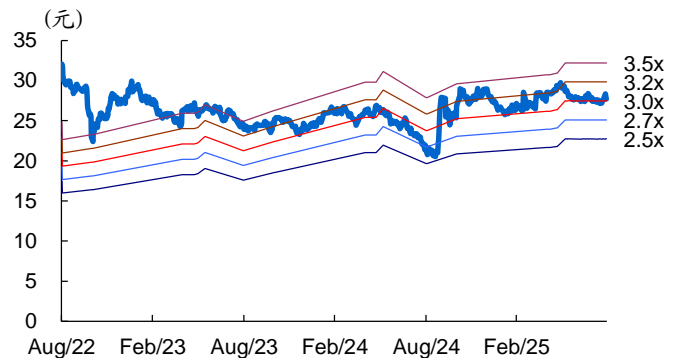
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 伊利股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 伊利股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《伊利股份（600887）—Q1 迎开门红，盈利目标积极》2025-04-30
- 2、《伊利股份（600887）—液态奶环比改善，利润增长超预期》2024-10-31
- 3、《伊利股份（600887）—液态奶控货调整，期待 H2 环比改善》2024-08-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	69355	66619	66118	71373	77352
现金	43372	25404	23290	27052	31290
交易性投资	103	7	7	7	7
应收票据	220	251	261	271	282
应收款项	3085	2878	3000	3109	3236
其它应收款	195	126	131	136	141
存货	12512	10745	11087	11426	11831
其他	9869	27209	28343	29371	30565
非流动资产	82265	87099	86632	86191	85773
长期股权投资	4408	3992	3992	3992	3992
固定资产	35242	34619	34599	34582	34567
无形资产商誉	11548	8863	8420	7999	7599
其他	31066	39625	39621	39618	39616
资产总计	151620	153718	152750	157564	163126
流动负债	76860	89925	85208	86367	87747
短期借款	39755	36355	39700	39700	39700
应付账款	14840	13282	13705	14125	14625
预收账款	11343	12073	12457	12839	13293
其他	10922	28215	19346	19703	20129
长期负债	17440	6786	6786	6786	6786
长期借款	11705	4687	4687	4687	4687
其他	5735	2099	2099	2099	2099
负债合计	94300	96710	91993	93153	94533
股本	6366	6366	6325	6325	6325
资本公积金	13030	12454	12454	12454	12454
留存收益	34143	34360	38135	41773	45937
少数股东权益	3781	3828	3843	3859	3877
归属于母公司所有者权益	53539	53180	56914	60552	64716
负债及权益合计	151620	153718	152750	157564	163126

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18290	21740	13880	15014	16510
净利润	10284	8464	11556	12686	14096
折旧摊销	4280	4465	4466	4441	4418
财务费用	(153)	(592)	(533)	(615)	(477)
投资收益	31	(2417)	(1164)	(1164)	(1164)
营运资金变动	3932	12183	(446)	(333)	(362)
其它	(84)	(363)	0	0	0
投资活动现金流	(16044)	(32709)	(2836)	(2836)	(2836)
资本支出	(6956)	(3978)	(4000)	(4000)	(4000)
其他投资	(9089)	(28731)	1164	1164	1164
筹资活动现金流	7258	(7278)	(13159)	(8416)	(9437)
借款变动	13592	3970	(5884)	0	0
普通股增加	(33)	(0)	(41)	0	0
资本公积增加	(130)	(577)	0	0	0
股利分配	(6655)	(7639)	(7766)	(9031)	(9914)
其他	485	(3032)	533	615	477
现金净增加额	9504	(18248)	(2114)	3763	4238

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126179	115780	120656	125065	130179
营业成本	84789	76299	78727	81139	84010
营业税金及附加	733	733	764	792	824
营业费用	22572	21982	21701	22123	22567
管理费用	5154	4465	4412	4573	4500
研发费用	850	870	786	815	718
财务费用	(153)	(592)	(533)	(615)	(477)
资产减值损失	(1686)	(5231)	(1231)	(1231)	(1231)
公允价值变动收益	278	(28)	(28)	(28)	(28)
其他收益	1098	1016	1016	1016	1016
投资收益	(52)	2402	176	176	176
营业利润	11873	10182	14733	16173	17970
营业外收入	230	78	78	78	78
营业外支出	382	133	133	133	133
利润总额	11721	10127	14678	16118	17915
所得税	1437	1663	3122	3432	3819
少数股东损益	(144)	11	15	16	18
归属于母公司净利润	10429	8453	11541	12669	14078

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2.4%	-8.2%	4.2%	3.7%	4.1%
营业利润	9.3%	-14.2%	44.7%	9.8%	11.1%
归母净利润	10.6%	-18.9%	36.5%	9.8%	11.1%
获利能力					
毛利率	32.8%	34.1%	34.8%	35.1%	35.5%
净利率	8.3%	7.3%	9.6%	10.1%	10.8%
ROE	20.1%	15.8%	21.0%	21.6%	22.5%
ROIC	9.3%	7.0%	10.6%	11.2%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	62.2%	62.9%	60.2%	59.1%	58.0%
净负债比率	35.5%	32.7%	29.1%	28.2%	27.2%
流动比率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	6.2	6.6	7.2	7.2	7.2
应收账款周转率	38.5	36.0	37.8	37.7	37.7
应付账款周转率	5.4	5.4	5.8	5.8	5.8
每股资料(元)					
EPS	1.64	1.33	1.82	2.00	2.23
每股经营净现金	2.87	3.42	2.19	2.37	2.61
每股净资产	8.41	8.35	9.00	9.57	10.23
每股股利	1.20	1.22	1.43	1.57	1.85
估值比率					
PE	16.9	20.9	15.2	13.8	12.4
PB	3.3	3.3	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	12.7	14.5	10.6	9.9	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。