

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

伊利股份(600887)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵雷 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500524100003
邮箱: zhaolei@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

Q2 业绩大幅改善，展现龙头强大韧性

2025年8月31日

事件：伊利发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营收 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，25Q2 实现营收 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%。

点评：

- **收入表现亮眼，结构更趋多元。**在上半年消费乏力，乳制品产量同比下滑 0.30% 的背景下，公司 Q2 收入端持续增长。分品类看，Q2 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品系列分别录得收入 164.86 亿元、77.65 亿元和 41.24 亿元，同比-0.85%、+9.65% 和 +37.97%。上半年看，现制饮品的口味优势对包装液态奶形成部分替代，导致液体乳消费量有所缩减；婴配粉和成人粉市占率持续提升，推动奶粉及奶制品收入增长；冷饮则因今年夏天气温偏高，消费者消费意愿提升而实现增长。
- **积极降本增效，净利率如期提升。**公司 Q2 实现毛利率 34.37%，同比+0.53pct，上半年毛利率提升主要系原奶价格下行所致。费用端，Q2 销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率同比分别-0.69pct、+0.51pct、-0.07pct、-0.50pct，上半年销售费用率通过优化广告营销持续下行。同时，Q2 资产减值损失/收入同比+0.78pct，我们推测系大包粉存货跌价损失减少；Q2 信用减值损失/收入同比+1.13pct，主要系计提保理风险准备减少所致。此外，Q2 营业外支出/收入同比+1.10pct，主要系对外捐赠支出增加。因此，公司 Q2 归母净利润率 8.05%，同比+2.17pct。
- **龙头地位巩固，积极拥抱变化。**公司在 2025 年上半年进一步巩固乳业龙头地位，其中婴配粉市占率实现历史性突破，零售额市场份额达到 18.1%，同比+1.3pct，跃居全国第一。同时，液体乳、成人粉、冷饮上半年市场份额均稳居第一。同时，公司也积极拥抱市场变化。产品方面，上半年公司在常温酸奶、低温鲜奶、低温酸奶、婴配粉、成人奶粉、奶酪、水饮等多个品类中推出新品，收入合计占比达 14.7%。奶酪方面，公司在 C 端针对不同年龄段消费者的多种场景，丰富产品矩阵，上半年实现正增长；B 端积极把握烘焙、茶饮、西餐等消费趋势，为客户提供定制化服务，上半年营收同比+20% 以上。渠道方面，公司积极拥抱多元化渠道，与电商、会员店、社区团购、零食折扣店等渠道深度合作，推出多款定制化产品，触达消费者，非传统渠道占液奶收入已接近三成。国际化方面，公司深耕东南亚冷饮业务，同时婴配粉业务在北美、中东、独联体持续突破，上半年海外业务收入增长超双位数。

- **盈利预测与投资评级：展现强大韧性，把握低估机遇。**公司上半年在行业整体乏力的背景下，展现出强大的经营韧性，逆势取得增长。展望下半年，公司有望持续发力，完成年初既定的经营目标。公司当前估值处于过去十年偏低位置，而股息率按 24 年股利/最新收盘价计算达 4.3%。我们预计 2025-2027 年 EPS 为 1.71/1.91/2.06 元，对应 2025-2027 年 17X/15X/14X PE，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧**

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	126,179	115,780	119,202	123,453	128,530
增长率 YoY %	2.4%	-8.2%	3.0%	3.6%	4.1%
归属母公司净利润 (百万元)	10,429	8,453	10,794	12,050	13,036
增长率 YoY%	10.6%	-18.9%	27.7%	11.6%	8.2%
毛利率%	32.8%	34.1%	34.7%	34.9%	35.0%
净资产收益率 ROE%	19.5%	15.9%	17.0%	15.9%	14.7%
EPS(摊薄)(元)	1.64	1.33	1.71	1.91	2.06
市盈率 P/E(倍)	16.31	22.69	16.74	15.00	13.86
市净率 P/B(倍)	3.16	3.59	2.85	2.39	2.04

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	69,355	66,619	70,585	76,532	76,494
货币资金	43,372	25,404	29,893	34,891	33,872
应收票据	220	251	258	267	278
应收账款	3,085	2,878	3,103	3,213	3,345
预付账款	1,480	1,176	1,168	1,206	1,253
存货	12,512	10,745	9,992	10,777	11,558
其他	8,687	26,165	26,171	26,178	26,186
非流动资产	82,265	87,099	85,235	85,273	85,826
长期股权投资	4,408	3,992	3,992	3,992	3,992
固定资产	35,242	34,619	33,403	33,681	34,390
无形资产	4,729	4,780	4,880	4,980	5,080
其他	37,885	43,708	42,960	42,620	42,364
资产总计	151,620	153,718	155,820	161,805	162,319
流动负债	76,860	89,925	86,272	79,895	67,160
短期借款	39,755	36,355	31,499	24,047	10,000
应付票据	1,041	969	960	991	1,030
应付账款	13,799	12,313	12,799	13,219	13,732
其他	22,265	40,288	41,014	41,638	42,398
非流动负债	17,440	6,786	2,301	2,401	2,501
长期借款	11,705	4,687	202	302	402
其他	5,735	2,099	2,099	2,099	2,099
负债合计	94,300	96,710	88,573	82,295	69,660
少数股东权益	3,781	3,828	3,839	3,851	3,864
归属母公司股东权益	53,539	53,180	63,409	75,659	88,795
负债和股东权益	151,620	153,718	155,820	161,805	162,319

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126,179	115,780	119,202	123,453	128,530
同比	2.4%	-8.2%	3.0%	3.6%	4.1%
归属母公司净利润	10,429	8,453	10,794	12,050	13,036
同比	10.6%	-18.9%	27.7%	11.6%	8.2%
毛利率(%)	32.8%	34.1%	34.7%	34.9%	35.0%
ROE%	19.5%	15.9%	17.0%	15.9%	14.7%
EPS(摊薄)(元)	1.64	1.33	1.71	1.91	2.06
P/E	16.31	22.69	16.74	15.00	13.86
P/B	3.16	3.59	2.85	2.39	2.04
EV/EBITDA	11.37	14.22	10.69	9.10	7.81

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126,179	115,780	119,202	123,453	128,530
营业成本	84,789	76,299	77,860	80,414	83,534
营业税金及附加	733	733	715	741	771
销售费用	22,572	21,982	21,933	22,592	23,392
管理费用	5,154	4,465	4,768	4,938	5,141
研发费用	850	870	894	926	964
财务费用	-153	-592	-396	-479	-597
减值损失合计	-1,526	-4,676	-1,090	-890	-790
投资净收益	-31	2,417	12	25	39
其他	1,195	418	661	886	1,031
营业利润	11,873	10,182	13,011	14,342	15,604
营业外收支	-152	-55	-300	-151	-251
利润总额	11,721	10,127	12,711	14,191	15,352
所得税	1,437	1,663	1,907	2,129	2,303
净利润	10,284	8,464	10,805	12,062	13,050
少数股东损益	-144	11	11	12	13
归属母公司净利润	10,429	8,453	10,794	12,050	13,036
EBITDA	16,229	15,276	18,077	19,872	21,499
EPS(当年)(元)	1.64	1.33	1.71	1.91	2.06

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18,290	21,740	18,948	19,522	20,969
净利润	10,284	8,464	10,805	12,062	13,050
折旧摊销	4,431	4,612	5,773	6,172	6,757
财务费用	2,225	1,026	1,239	843	524
投资损失	31	-2,417	-12	-25	-39
营运资金变动	-90	5,102	-635	-772	-466
其它	1,409	4,953	1,778	1,242	1,142
投资活动现金流	-16,044	-32,709	-4,177	-6,329	-7,516
资本支出	-6,893	-3,842	-4,188	-6,351	-7,551
长期投资	-9,331	-29,014	-1	-2	-3
其他	179	146	12	25	39
筹资活动现金流	7,258	-7,278	-10,281	-8,196	-14,471
吸收投资	162	0	-965	0	0
借款	15,363	-10,419	-9,340	-7,353	-13,947
支付利息或股息	-8,416	-9,092	-1,239	-843	-524
现金流净增加额	9,624	-18,266	4,489	4,998	-1,019

研究团队简介

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1 年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深入研究东鹏饮料）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深入研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。