

轻装上阵改善延续，业绩超预期

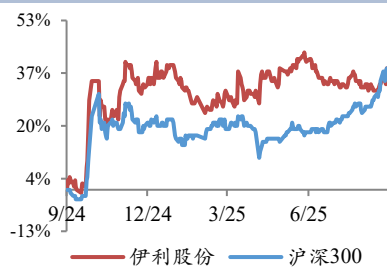
——伊利股份 25Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-31

收盘价（元）	28.57
近 12 个月最高/最低（元）	31.96/21.13
总股本（百万股）	6,325
流通股本（百万股）	6,294
流通股比例（%）	99.50
总市值（亿元）	1,807
流通市值（亿元）	1,798

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：周韵

执业证书号：S0010125080024

邮箱：zhouyun1@hazq.com

相关报告

1. 伊利股份 24Q4&25Q1：盈利弹性超预期 2025-05-05
2. 伊利股份 24Q3：渠道调整初见成效 2024-10-31
3. 聚焦长期，H2 有望环比改善 2024-09-01

主要观点：

● 公司发布 25H1 业绩，业绩超预期

- 25H1：营业总收入 619.3 亿（同比+3.4%），归母净利润 72 亿（同比-4.4%），扣非归母净利润 70.2 亿（同比+32%）；
- 25Q2：营业总收入 289.2 亿（同比+5.8%），归母净利润 23.3 亿（同比+45%），扣非归母净利润 23.9 亿（同比+49%）；

➢ 25H1 收入、利润均超市场预期。

● 轻装上阵，液奶、冷饮表现好于预期

- 25Q2 公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮/其他产品收入分别同比 -0.85%/+9.7%/+38%/-3.1%。
- 液奶业务：25Q2 液奶收入同比降幅较 25Q1 收窄主因 25Q2 无库存压力+低基数。分品类看，我们预计 25Q2 低温业务收入同比实现正增长，其中低温鲜奶表现亮眼，基础白奶、金典等常温白奶收入同比承压。
- 冷饮业务：25Q2 冷饮收入同比高增主因去年同期去库存形成低基数，25Q2 公司库存健康、轻装上阵，天气炎热同样利好。

● 成本红利提振毛利率，强化控费

- 25Q2 公司毛利率同比+0.6%，毛利率显著提升预计主因奶价下行带来的成本红利释放+高毛利的奶粉业务占比提升。
- 25Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.7/+0.5/-0.1/-0.5pct，销售费用率下降预计主因公司渠道轻装上阵+强化控费。

● 减值损失类显著优化，净利率提升超预期

- 25Q2 资产减值损失/信用减值损失/营业外支出占收入比同比 -0.78/-1.1/+1.1pct；资产减值损失改善预计主因公司强化原奶供需平衡管理+发力 B 端、大包粉销售等业务致喷粉减值减少，对外捐赠增加致营业外支出增加。
- 综合看 25Q2 归母净利率 8.1%，同比+2.2pct，净利率提升超预期。

● 投资建议

25H1 公司经营稳健向好，未来随着原奶周期向上，经营有望进一步改善，预计 25-27 年营业总收入 1197.8/1246.2/1296.6 亿元（25-27 年前值为 1201/1250/1298 亿元），同比+4%/+4%/+4%，归母净利润 112/123/130 亿元（25-27 年前值为 111.5/121.8/130.9 亿元），同比+32%/+10%/+6%，对应 PE 分别为 16/15/14x，底仓配置价值充足，维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格大幅上涨，行业竞争加剧，需求不及预期，食品安全问题，减值损失扰动。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	115780	119783	124623	129663
收入同比（%）	-8.2%	3.5%	4.0%	4.0%
归属母公司净利润	8453	11177	12338	13024
净利润同比（%）	-18.9%	32.2%	10.4%	5.6%
毛利率（%）	33.9%	34.2%	34.3%	34.2%
ROE（%）	15.9%	20.4%	22.1%	22.8%
每股收益（元）	1.33	1.77	1.95	2.06
P/E	22.69	16.17	14.65	13.88
P/B	3.61	3.30	3.23	3.17
EV/EBITDA	14.22	11.88	10.79	10.27

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	66619	76839	81262	83967	营业收入	115780	119783	124623	129663
现金	25404	25060	28336	29746	营业成本	76299	78527	81669	85030
应收账款	2878	2782	2761	2755	营业税金及附加	733	764	795	827
其他应收款	126	99	104	108	销售费用	21982	22134	22905	23831
预付账款	1176	1178	1225	1275	管理费用	4465	4537	4720	4911
存货	10745	10227	10333	10570	财务费用	-592	-137	-175	-193
其他流动资产	26290	37494	38503	39513	资产减值损失	-4676	-730	-370	-260
非流动资产	87099	79975	75543	71059	公允价值变动收益	-28	60	50	50
长期投资	3992	3982	3972	3962	投资净收益	2417	-60	50	65
固定资产	34619	30982	27186	23263	营业利润	10182	13189	14436	15125
无形资产	4780	4575	4364	4149	营业外收入	78	70	60	60
其他非流动资产	43708	40436	40021	39686	营业外支出	133	400	300	200
资产总计	153718	156814	156805	155025	利润总额	10127	12859	14196	14985
流动负债	89925	91280	90674	87638	所得税	1663	1672	1845	1948
短期借款	36355	36255	35755	35755	净利润	8464	11188	12350	13037
应付账款	12313	12652	13158	13699	少数股东损益	11	11	12	13
其他流动负债	41257	42374	41762	38184	归属母公司净利润	8453	11177	12338	13024
非流动负债	6786	6861	6371	6481	EBITDA	15276	17462	18833	19667
长期借款	4687	4787	4287	4387	EPS（元）	1.33	1.77	1.95	2.06
其他非流动负债	2099	2074	2084	2094					
负债合计	96710	98141	97045	94119					
少数股东权益	3828	3839	3851	3864					
股本	6366	6366	6366	6366					
资本公积	13211	13211	13211	13211					
留存收益	33603	35257	36331	37465					
归属母公司股东权益	53180	54834	55908	57042					
负债和股东权益	153718	156814	156805	155025					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	成长能力				
经营活动现金流	21740	16859	16557	14139	营业收入	-8.2%	3.5%	4.0%	4.0%
净利润	8464	11188	12350	13037	营业利润	-14.2%	29.5%	9.4%	4.8%
折旧摊销	4612	4740	4812	4875	归属于母公司净利	-18.9%	32.2%	10.4%	5.6%
财务费用	1026	498	452	487	获利能力				
投资损失	-2417	60	-50	-65	毛利率（%）	33.9%	34.2%	34.3%	34.2%
营运资金变动	5102	-1009	-1732	-4702	净利率（%）	7.3%	9.4%	9.9%	10.1%
其他经营现金流	8314	13579	14807	18244	ROE（%）	15.9%	20.4%	22.1%	22.8%
投资活动现金流	-32709	-8428	-586	-472	ROIC（%）	8.3%	10.0%	11.0%	11.5%
资本支出	-3842	-744	-605	-506	偿债能力				
长期投资	-29014	-20	-20	-20	资产负债率（%）	62.9%	62.6%	61.9%	60.7%
其他投资现金流	146	-7664	39	54	净负债比率（%）	169.6%	167.3%	162.4%	154.5%
筹资活动现金流	-7278	-8862	-12695	-12257	流动比率	0.74	0.84	0.90	0.96
短期借款	-3400	-100	-500	0	速动比率	0.32	0.31	0.35	0.38
长期借款	-7019	100	-500	100	营运能力				
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.76	0.77	0.79	0.83
资本公积增加	-169	0	0	0	应收账款周转率	38.70	42.19	44.82	46.86
其他筹资现金流	3310	-8862	-11695	-12357	应付账款周转率	5.84	6.29	6.33	6.33
现金净增加额	-18266	-344	3276	1410	每股指标（元）				
					每股收益	1.33	1.77	1.95	2.06
					每股经营现金流薄)	3.44	2.67	2.62	2.24
					每股净资产	8.35	8.67	8.84	9.02
					估值比率				
					P/E	22.69	16.17	14.65	13.88
					P/B	3.61	3.30	3.23	3.17
					EV/EBITDA	14.22	11.88	10.79	10.27

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：周韵，南开大学金融学学士，华威大学金融学硕士，5年消费行业研究经验。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。