



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	28.57
总股本/流通股本(亿股)	63.25 / 62.94
总市值/流通市值(亿元)	1,807 / 1,798
52周内最高/最低价	30.98 / 21.37
资产负债率(%)	62.9%
市盈率	21.48
第一大股东	香港中央结算有限公司

研究所

分析师: 蔡雪昱  
SAC 登记编号: S1340522070001  
Email: caixueyu@cnpsec.com  
分析师: 张子健  
SAC 登记编号: S1340524050001  
Email: zhangzijian@cnpsec.com

伊利股份(600887)

收入利润略超预期，液体乳逐渐企稳

● 投资要点

公司发布 2025 年中报，实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 617.77/72/70.16 亿元，同比+3.49%/-4.39%/+31.78%。25H1，公司毛利率/归母净利率为 36.05%/11.63%，分别同比+1.26/-0.94pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 18.3%/3.77%/0.61%，分别同比-1.11/-0.14/+0.04pct。25H1 公司利润下滑主因公司 24Q1 处置资产收益 25.64 亿元，剔除该因素 25H1 利润同比增长约 39%。毛利率提升和销售费用率下滑是公司净利率提升的主要原因。

公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 289.15/23.26/23.87 亿元，同比 5.77%/44.65%/49.48%。25Q2，公司毛利率/归母净利率为 34.37%/8.05%，分别同比 0.53/2.16pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 19.87%/3.77%/0.65%，分别同比-0.68/0.51/-0.06pct。25Q2 净利率提升主要受益于毛利率提升、费用率下降以及减值减少。25Q2 毛销差 14.5%，提升 1.22pct，其中毛利率提升主要受益于原奶价格下降；费用率下降主因广告营销费用减少；25Q2 公司资产+信用减值为 4.01 亿元，去年同期为 9.02 亿元，预计主因原奶价格降幅收窄带来 5 亿减值的减少。

分产品看，25H1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品分别实现营收 361.26/165.78/82.29/3.86 亿元，同比 -2.06%/14.26%/12.39%/-5.05%；25Q2 分别实现营收 164.85/77.65/41.24/2.02 亿元，同比-0.85%/9.65%/37.96%/-3.05%。分地区看，25H1 华北/华南/华中/华东/其他地区分别实现营收 171.40/150.80/113.62/90.62/86.76 亿元，同比 2.04%/2.54%/3.31%/-0.25%/15.08%；25Q2 分别实现营收 79.75/71.47/50.87/42.07/41.61 亿元，同比 5.76%/2.39%/9.69%/1.30%/15.76%。

分业务看，25H1 公司液体乳整体市场份额稳居行业第一。其中常温液态奶在线下渠道零售额市场份额稳居行业第一，在京东、天猫等主要电商平台零售额市场份额均为第一；低温液态奶线下渠道铺市率同比提升，主要电商平台零售额实现双位数增长。公司液体乳 2B 业务营收实现双位数增长。25H1 公司整体婴幼儿奶粉零售额市场份额达到 18.1%，较上年同期提升 1.88pct，稳居全国零售额市场份额第一。公司母婴渠道零售额增长领先行业，电商渠道零售额增速超过 30%。公司响应国家号召，重磅启动“16 亿元生育补贴计划”，于 2025 年 4 月正式实施，用实际行动助力构建“生育友好型社会”。

### ● 盈利预测与投资评级

二季度公司液体乳企稳，预计下半年表现仍将好于行业整体，其他板块有望继续保持良好增长势头。产品结构提升和成本红利带动下，我们略提高盈利预测。预计公司 2025-2027 年实现营收 1203.11/1261.73/1331.61 亿元（原预测为 1220.44/1273.85/1332.65 亿元），同比增长 3.91%/4.87%/5.54%；实现归母净利润 115.00/128.20/140.69 亿元（原预测为 112.44/126.74/140.79 亿元），同比增长 36.05%/11.48%/9.74%，对应 EPS 为 1.82/2.03/2.22 元，对应当前股价 PE 为 16/14/13 倍，公司 25 年预期股息率达到 4.46%，维持“买入”评级。

### ● 风险提示：

食品安全风险；市场竞争加剧风险；需求复苏不及预期。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	115780	120311	126173	133161
增长率(%)	-8.24	3.91	4.87	5.54
EBITDA（百万元）	14000.04	34542.02	39821.35	23638.36
归属母公司净利润（百万元）	8452.86	11499.93	12820.23	14069.26
增长率(%)	-18.94	36.05	11.48	9.74
EPS(元/股)	1.34	1.82	2.03	2.22
市盈率(P/E)	21.38	15.71	14.10	12.84
市净率(P/B)	3.40	3.19	2.99	2.79
EV/EBITDA	15.67	5.55	4.24	6.91

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	115780	120311	126173	133161	营业收入	-8.2%	3.9%	4.9%	5.5%
营业成本	76299	77899	81639	86025	营业利润	-14.2%	29.4%	11.7%	9.9%
税金及附加	733	731	766	809	归属于母公司净利润	-18.9%	36.0%	11.5%	9.7%
销售费用	21982	22257	23090	24235	<b>获利能力</b>				
管理费用	4465	4812	4921	5193	毛利率	34.1%	35.3%	35.3%	35.4%
研发费用	870	907	951	1004	净利率	7.3%	9.5%	10.1%	10.5%
财务费用	-592	-400	-400	-400	ROE	15.9%	20.3%	21.2%	21.7%
资产减值损失	-4676	-1769	-1514	-1198	ROIC	10.4%	13.9%	18.5%	28.3%
<b>营业利润</b>	<b>10182</b>	<b>13178</b>	<b>14718</b>	<b>16175</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	78	123	123	123	资产负债率	62.9%	56.9%	55.7%	54.6%
营业外支出	133	268	268	268	流动比率	0.74	0.90	1.19	1.26
<b>利润总额</b>	<b>10127</b>	<b>13032</b>	<b>14572</b>	<b>16030</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	1663	2013	2244	2462	应收账款周转率	40.22	40.19	40.19	40.19
<b>净利润</b>	<b>8464</b>	<b>11019</b>	<b>12329</b>	<b>13567</b>	存货周转率	7.10	6.43	6.43	6.43
<b>归母净利润</b>	<b>8453</b>	<b>11114</b>	<b>12434</b>	<b>13683</b>	总资产周转率	0.75	0.86	0.87	0.89
<b>每股收益(元)</b>	<b>1.34</b>	<b>1.82</b>	<b>2.03</b>	<b>2.22</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.34	1.82	2.03	2.22
货币资金	25404	37403	59779	64913	每股净资产	8.41	8.95	9.56	10.23
交易性金融资产	159	159	159	159	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	3129	3204	3360	3546	PE	21.38	15.71	14.10	12.84
预付款项	1176	1480	1552	1638	PB	3.40	3.19	2.99	2.79
存货	10745	12123	12705	13388	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>66619</b>	<b>68523</b>	<b>92406</b>	<b>99326</b>	净利润	8464	10609	11859	13047
固定资产	36784	20631	3739	3000	折旧和摊销	4465	21524	25263	7622
在建工程	2955	4478	3000	3000	营运资本变动	5021	-2356	437	531
无形资产	4780	3983	3187	2390	其他	-658	481	481	481
<b>非流动资产合计</b>	<b>87099</b>	<b>71569</b>	<b>52371</b>	<b>50874</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>17292</b>	<b>30257</b>	<b>38040</b>	<b>21681</b>
<b>资产总计</b>	<b>153718</b>	<b>140092</b>	<b>144778</b>	<b>150199</b>	资本开支	-4098	-6000	-6000	-6000
短期借款	36355	35355	34355	33355	其他	-28612	-79	-89	-98
应付票据及应付账款	13282	14315	15003	15809	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-32709</b>	<b>-6079</b>	<b>-6089</b>	<b>-6098</b>
其他流动负债	40288	26803	28060	29571	股权融资	-169	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>89925</b>	<b>76473</b>	<b>77417</b>	<b>78734</b>	债务融资	-13935	-4530	-1000	-1000
其他	6786	3256	3256	3256	其他	6826	-7650	-8574	-9448
<b>非流动负债合计</b>	<b>6786</b>	<b>3256</b>	<b>3256</b>	<b>3256</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-7278</b>	<b>-12180</b>	<b>-9574</b>	<b>-10448</b>
<b>负债合计</b>	<b>96710</b>	<b>79729</b>	<b>80674</b>	<b>81990</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-22713</b>	<b>11999</b>	<b>22376</b>	<b>5134</b>
股本	6366	6366	6366	6366					
资本公积金	13211	13211	13211	13211					
未分配利润	33603	37053	40899	45119					
少数股东权益	3828	3733	3628	3512					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>57008</b>	<b>60363</b>	<b>64104</b>	<b>68209</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>153718</b>	<b>140092</b>	<b>144778</b>	<b>150199</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，~~不构成~~不构成投资建议，不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048