

伊利股份 (600887.SH)

强烈推荐 (维持)

液奶承压拖累收入，利润高基数影响下滑

公司 25Q3 收入/归母净利润分别同比-1.70%/-3.35%，业绩符合预期，Q3 公司受消费环境压制+竞品价格策略+高基数效应影响，阶段性承压，但公司今年液奶稳住份额，其他业务表现优异，净利率持续改善，整体趋势向好。展望明年，奶价有望温和上涨推动供需改善，我们看好公司竞争优势下的业绩韧性。此外，公司今年首次中期分红，全年预计延续高分红策略，股东回报可观。未来建议重点关注液奶复苏、供需平衡下的业绩改善，及深加工业务、大健康品类及海外市场带来的新驱动。我们预计 25-26 年公司 eps 分别为 1.76、1.94 元，对应 25 年估值 15.5X，维持“强烈推荐”评级。

□ 公司 25Q3 收入/归母净利润分别同比-1.70%/-3.35%，业绩符合预期。公司 25 年前三季度实现营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润 905.64/104.26/101.03 亿，同比+1.71%/-4.07%/+18.73%。其中 25Q3 实现营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润 286.31/32.26/30.86 亿，同比-1.70%/-3.35%/-3.08%，符合此前预期。25Q3 公司现金回款 329.66 亿，同比-3.09%，慢于收入。经营性净现金流 64.36 亿，同比-24.7%。公司中期分红 30.36 亿，占前三季度利润比例 29.12%。

□ 液奶承压下滑，奶粉延续增长。1) 分品类看，公司 25Q3 液态奶同比-8.8%，主要受需求弱+竞争加剧影响，其中乳饮料实现正增长，常温酸奶及常温白奶均高个位数下滑；奶粉及奶制品同比+12.6%，其中婴儿粉及成人粉全年均有望实现双位数增长，奶酪增速更快；冷饮同比+17.4%，但由于旺季已过，对整体收入贡献有限，其他产品同比+219.4%，其中水业务新品贡献增量。2) 分渠道看，25Q3 经销渠道同比-2.88%，直营渠道同比+55.87%。3) 分地区看，25Q3 华北/华南/华中/华东/其它地区分别同比+3.07%/-8.69%/-0.89%/-7.14%/+12.77%。经销商总数 17779 个，相比二季度减少 320 个。

□ 高基数下净利率下降。25Q3 公司毛利率 33.92%，同比-1.13pcts，主要系去年同期基数较高，以及液奶受产品结构影响毛利率下降所致。销售/管理/财务费用率 18.23%/3.98%/-1.08%，分别同比-0.73/+0.44/-0.17pct。此外，Q3 公司资产减值损失同比减少 1.56 亿，主要系喷粉减少所致。Q3 公司归母净利润率 11.27%，高基数下同比减少 0.19pct。

□ Q4 及明年展望：收入预计仍承压，关注需求边际改善。前三季度受消费环境影响，公司液体乳基本盘增长承压，但奶粉、冷饮等业务表现亮眼。中秋国庆假期公司平稳备货不增加渠道库存压力。Q4 看受春节错期影响，预计收入端仍有压力。利润端看，去年受商誉减值影响利润低基数，内生利润预计仍有所改善。展望明年，行业供需平衡有望进一步改善，建议关注需求边际改善带来的业绩持续提升。

□ 投资建议：液奶承压拖累收入，利润高基数影响下滑，维持“强烈推荐”评级。公司 25Q3 收入/归母净利润分别同比-1.70%/-3.35%，业绩符合预期，Q3 公司受消费环境压制+竞品价格策略+高基数效应影响，阶段性承压，但公司今年液奶稳住份额，其他业务表现优异，净利率持续改善，整体趋势向好。展望明年，奶价有望温和上涨推动供需改善，我们看好公司竞争优势下的业

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：27.36 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)	173.1
流通市值 (十亿元)	172.2
每股净资产 (MRQ)	8.9
ROE (TTM)	14.2
资产负债率	60.6%
主要股东	呼和浩特投资有限责任公司
主要股东持股比例	8.51%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-1	8
相对表现	-1	-26	-14

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《伊利股份 (600887) — 收入超预期，盈利持续改善》2025-08-29
- 《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

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
任龙 S1090522090003
✉ renlong1@cmschina.com.cn

绩韧性。此外，公司今年首次中期分红，全年预计延续高分红策略，股东回报可观。未来建议重点关注液奶复苏、供需平衡下的业绩改善，及深加工业务、大健康品类及海外市场带来的新驱动。我们预计 25-26 年公司 eps 分别为 1.76、1.94 元，对应 25 年估值 15.5X，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	116531	120899	125929
同比增长	2.4%	-8.2%	0.6%	3.7%	4.2%
营业利润(百万元)	11873	10182	14234	15657	17414
同比增长	9.3%	-14.2%	39.8%	10.0%	11.2%
归母净利润(百万元)	10429	8453	11150	12265	13642
同比增长	10.6%	-18.9%	31.9%	10.0%	11.2%
每股收益(元)	1.64	1.33	1.76	1.94	2.16
PE	16.7	20.6	15.5	14.1	12.7
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	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	23FY	24FY
一、营业总收入	28775	32577	27338	29125	26740	33018	28915	28631	126179	115780
二、营业总成本	26925	28373	24906	25583	24896	27511	26012	25300	113944	103757
其中: 营业成本	19643	20844	18087	18917	18451	20531	18978	18920	84789	76299
营业税金及附加	206	181	181	163	207	189	224	85	733	733
营业费用	5374	6010	5619	5523	4830	5588	5746	5219	22572	21982
管理费用	1276	1455	891	1030	1089	1245	1090	1139	5154	4465
研发费用	298	145	196	215	314	191	189	247	850	870
财务费用	128	-262	-69	-264	4	-233	-215	-310	-153	-592
资产减值损失	-1028	-40	-464	-183	-3990	-71	-266	-27	-1526	-4676
三、其他经营收益	-1113	2698	-587	214	-4166	231	-56	400	-362	-1840
其它收益	407	233	294	208	282	277	286	178	1098	1016
公允价值变动收益	-329	-60	-29	82	-21	12	-30	124	278	-28
投资收益	-68	2579	49	31	-242	-1	91	84	-31	2417
信用资产减值损失	-94	-16	-438	84	-185	14	-135	40	-160	-555
资产处置收益	-1	2	1	-8	-10	0	-3	1	-21	-15
四、营业利润	737	6902	1845	3756	-2321	5739	2847	3731	11873	10182
加: 营业外收入	116	56	5	10	6	35	8	6	230	78
减: 营业外支出	50	35	17	18	62	20	335	130	382	133
五、利润总额	803	6924	1833	3747	-2377	5754	2521	3606	11721	10127
减: 所得税	-111	969	215	424	56	808	230	422	1437	1663
六、净利润	914	5955	1618	3324	-2433	4945	2290	3185	10284	8464
减: 少数股东损益	-134	32	10	-14	-17	71	-36	-41	-144	11
七、归属母公司净利润	1048	5923	1608	3337	-2416	4874	2326	3226	10429	8453
EPS	0.17	0.94	0.25	0.53	-0.38	0.77	0.37	0.51	1.65	1.34
主要比率										
毛利率	31.7%	36.0%	33.8%	35.0%	31.0%	37.8%	34.4%	33.9%	32.8%	34.1%
主营税金率	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.8%	0.6%	0.8%	0.3%	0.6%	0.6%
营业费率	18.7%	18.4%	20.6%	19.0%	18.1%	16.9%	19.9%	18.2%	17.9%	19.0%
管理费	4.4%	4.5%	3.3%	3.5%	4.1%	3.8%	3.8%	4.0%	4.1%	3.9%
营业利润率	2.6%	21.2%	6.7%	12.9%	-8.7%	17.4%	9.8%	13.0%	9.4%	8.8%
实际税率	-13.8%	14.0%	11.7%	11.3%	-2.4%	14.1%	9.1%	11.7%	12.3%	16.4%
净利率	3.6%	18.2%	5.88%	11.5%	-9.0%	14.8%	8.0%	11.3%	8.3%	7.3%
YoY										
收入增长率	-1.8%	-2.6%	-16.5%	-6.7%	-7.1%	1.4%	5.8%	-1.7%	2.4%	-8.24%
营业利润增长率	-43.6%	64.4%	-41.0%	-1.4%	-414.8%	-16.9%	54.3%	-0.7%	9.3%	-14.2%
净利润增长率	-23.5%	63.8%	-40.2%	8.5%	-330.4%	-17.7%	44.6%	-3.3%	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

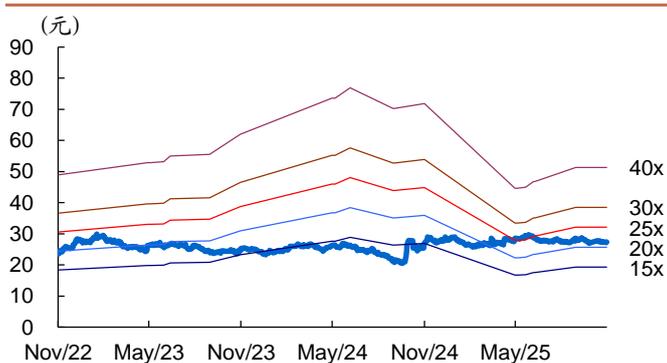
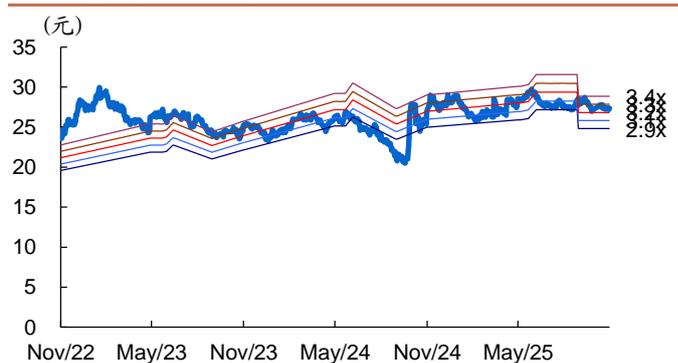


图 2: 伊利股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《伊利股份（600887）—收入超预期，盈利持续改善》2025-08-29
- 2、《伊利股份（600887）—Q1 迎开门红，盈利目标积极》2025-04-30
- 3、《伊利股份（600887）—液态奶环比改善，利润增长超预期》2024-10-31

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	64358	69503	75338
现金	43372	25404	23018	26685	30807
交易性投资	103	7	7	7	7
应收票据	220	251	252	262	273
应收款项	3085	2878	2897	3006	3131
其它应收款	195	126	126	131	137
存货	12512	10745	10686	11022	11419
其他	9869	27209	27371	28390	29565
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	150990	155694	161111
流动负债	76860	89925	83839	84987	86343
短期借款	39755	36355	39700	39700	39700
应付账款	14840	13282	13209	13625	14116
预收账款	11343	12073	12006	12385	12831
其他	10922	28215	18923	19278	19696
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	90625	91773	93129
股本	6366	6366	6325	6325	6325
资本公积金	13030	12454	12454	12454	12454
留存收益	34143	34360	37744	41284	45328
少数股东权益	3781	3828	3842	3858	3875
归属于母公司所有者权益	53539	53180	56523	60063	64107
负债及权益合计	151620	153718	150990	155694	161111

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18290	21740	13608	14613	16078
净利润	10284	8464	11165	12281	13660
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	(326)	(330)	(357)
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)	(8110)	(9121)
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)	(8726)	(9598)
其他	485	(3032)	533	615	477
现金净增加额	9504	(18248)	(2386)	3667	4122

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126179	115780	116531	120899	125929
营业成本	84789	76299	75880	78269	81090
营业税金及附加	733	733	738	765	797
营业费用	22572	21982	21525	21948	22392
管理费用	5154	4465	4261	4421	4353
研发费用	850	870	759	788	694
财务费用	(153)	(592)	(533)	(615)	(477)
资产减值损失	(1686)	(5231)	(831)	(831)	(831)
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	14234	15657	17414
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	14179	15602	17359
所得税	1437	1663	3015	3321	3699
少数股东损益	(144)	11	14	16	18
归属于母公司净利润	10429	8453	11150	12265	13642

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2.4%	-8.2%	0.6%	3.7%	4.2%
营业利润	9.3%	-14.2%	39.8%	10.0%	11.2%
归母净利润	10.6%	-18.9%	31.9%	10.0%	11.2%
获利能力					
毛利率	32.8%	34.1%	34.9%	35.3%	35.6%
净利率	8.3%	7.3%	9.6%	10.1%	10.8%
ROE	20.1%	15.8%	20.3%	21.0%	22.0%
ROIC	9.3%	7.0%	10.3%	10.9%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	62.2%	62.9%	60.0%	58.9%	57.8%
净负债比率	35.5%	32.7%	29.4%	28.5%	27.6%
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	7.1	7.2	7.2
应收账款周转率	38.5	36.0	37.1	37.7	37.8
应付账款周转率	5.4	5.4	5.7	5.8	5.8
每股资料(元)					
EPS	1.64	1.33	1.76	1.94	2.16
每股经营净现金	2.87	3.42	2.15	2.31	2.54
每股净资产	8.41	8.35	8.94	9.50	10.13
每股股利	1.20	1.22	1.38	1.52	1.80
估值比率					
PE	16.7	20.6	15.5	14.1	12.7
PB	3.3	3.3	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	12.4	14.2	10.7	10.0	9.1

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。