

公司研究

业务多元，趋势向好

——伊利股份（600887.SH）2025 年三季报点评

要点

事件：伊利股份发布 2025 年三季报，25Q1-Q3 实现营业收入 905.64 亿元，同比+1.71%；归母净利润 104.26 亿元，同比-4.07%；扣非归母净利润 101.03 亿元，同比+18.73%。其中，25Q3 单季度实现营业收入 286.31 亿元，同比-1.70%；归母净利润 32.26 亿元，同比-3.35%；扣非归母净利润 30.86 亿元，同比-3.08%。

液奶表现相对稳定，其他品类增势良好。1) **液体乳** 25Q3 实现收入 188.14 亿元，同比-8.83%。主要系公司考虑到终端动销偏弱，双节期间常温液奶备货更加理性，减少经销商库存，提高经销商盈利能力。公司产品终端价格和新鲜度表现均持续向好。常温品类前三季度市场份额保持稳定，其中乳饮料积极推新，收入同比实现正增长。常温酸奶收入同比降幅收窄，市场份额进一步提升。公司推出系列质价比产品，常温白奶中基础白奶表现相对更好。低温品类收入增长稳健，其中低温酸奶加强产品创新，低温鲜奶丰富产品价格带，收入增长表现较好。2) **奶粉及奶制品** 25Q3 实现收入 76.83 亿元，同比+12.65%。婴配粉延续上半年增长态势，生育补贴有效带动公司会员数量提升，整体效果良好。成人营养粉聚焦功能化产品，把握礼赠需求，高端功能产品表现良好。奶酪业务加强 B 端业务拓展，收入同比保持较快增长。公司深加工产线的布局投放，有望丰富高附加值产品布局，为后续渠道拓展提供抓手。3) **冷饮产品** 25Q3 实现收入 11.99 亿元，同比+17.35%。冷饮业务经前期的渠道调整和持续的产品推新，整体表现良好，市场地位稳固。

原奶价格下行提升毛利率，盈利能力持续提升。毛利率方面，25Q1-Q3/25Q3 公司毛利率分别为 35.48%/33.92%，25Q3 同比-1.13pcts，环比-0.45pcts。主要系公司对下游经销商提供一定的支持，搭赠活动等对毛利率造成一定影响。**费用端**，25Q1-Q3/25Q3 销售费用率分别为 18.28%/18.23%，25Q3 同比-0.73pcts，环比-1.64pcts，主要系费用使用效率有所提升。25Q1-Q3/25Q3 管理费用率分别为 3.84%/3.98%，25Q3 同比+0.44pcts，环比+0.21pcts。**综合来看**，25Q1-Q3/25Q3 归母净利率分别为 11.51%/11.27%，25Q3 同比-0.19pcts，环比+3.22pcts。25Q1-Q3/25Q3 扣非归母净利率分别为 11.16%/10.78%，25Q3 同比-0.15pcts，环比+2.52pcts。**展望全年**，公司经前期渠道调整，液奶渠道健康，整体趋势向好。其他品类有望延续良好的增长势头。公司积极拥抱新渠道，优化各品类盈利模式，公司整体盈利能力有望增强。

盈利预测、估值与评级：我们基本维持 2025-2027 年归母净利润预测不变，对应 2025-2027 年 EPS 为 1.80/1.94/2.10 元，当前股价分别对应 P/E 分别为 15/14/13 倍，公司作为头部乳企，中长期优势明晰，维持“买入”评级。

风险提示：需求恢复低于预期，原材料成本波动，核心产品增长不达预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	126,179	115,780	117,833	122,739	128,151
营业收入增长率	2.44%	-8.24%	1.77%	4.16%	4.41%
归母净利润（百万元）	10,429	8,453	11,395	12,271	13,255
归母净利润增长率	10.58%	-18.94%	34.81%	7.69%	8.02%
EPS（元）	1.64	1.33	1.80	1.94	2.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.48%	15.89%	19.86%	19.90%	19.99%
P/E	17	21	15	14	13
P/B	3.3	3.3	3.0	2.8	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-30；注：2023 年总股本数为 63.661 亿股；2024 年总股本数为 63.659 亿股；2025-2027 年总股本数为 63.254 亿股

买入（维持）

当前价：27.36 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	63.25
总市值(亿元):	1730.62
一年最低/最高(元):	25.57/29.86
近 3 月换手率:	53.88%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.20	-15.75	-18.89
绝对	0.29	-0.18	2.16

资料来源：Wind

相关研报

业绩改善，盈利增强——伊利股份（600887.SH）2025 年中报点评（2025-09-02）
轻装上阵，调整向好——伊利股份（600887.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-05-07）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	126,179	115,780	117,833	122,739	128,151
营业成本	84,789	76,299	76,657	79,669	83,032
折旧和摊销	4,135	4,324	5,072	5,355	5,638
税金及附加	733	733	746	777	811
销售费用	22,572	21,982	21,783	22,647	23,633
管理费用	5,154	4,465	4,533	4,684	4,686
研发费用	850	870	875	903	933
财务费用	-153	-592	-377	-251	-322
投资收益	-31	2,417	200	200	200
营业利润	11,873	10,182	13,962	15,010	16,188
利润总额	11,721	10,127	13,658	14,706	15,883
所得税	1,437	1,663	2,243	2,415	2,608
净利润	10,284	8,464	11,415	12,291	13,275
少数股东损益	-144	11	20	20	20
归属母公司净利润	10,429	8,453	11,395	12,271	13,255
EPS(元)	1.64	1.33	1.80	1.94	2.10

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18,290	21,740	19,820	22,606	24,077
净利润	10,429	8,453	11,395	12,271	13,255
折旧摊销	4,135	4,324	5,072	5,355	5,638
净营运资金增加	-1,271	3,473	-3,466	-4,352	-4,522
其他	4,997	5,489	6,819	9,331	9,707
投资活动产生现金流	-16,044	-32,709	-4,797	-4,378	-4,378
净资本支出	-6,893	-3,842	-4,500	-4,500	-4,500
长期投资变化	4,408	3,992	0	0	0
其他资产变化	-13,560	-32,860	-297	122	122
融资活动现金流	7,258	-7,278	-15,682	-17,197	-18,563
股本变化	-33	0	-41	0	0
债务净变化	16,874	-7,166	-8,862	-9,458	-10,281
无息负债变化	604	9,576	2,903	2,750	3,044
净现金流	9,624	-18,266	-659	1,030	1,137

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	32.8%	34.1%	34.9%	35.1%	35.2%
EBITDA 率	15.0%	18.6%	17.1%	17.1%	17.3%
EBIT 率	11.7%	14.8%	12.8%	12.7%	12.9%
税前净利润率	9.3%	8.7%	11.6%	12.0%	12.4%
归母净利润率	8.3%	7.3%	9.7%	10.0%	10.3%
ROA	6.8%	5.5%	7.5%	8.2%	9.0%
ROE (摊薄)	19.5%	15.9%	19.9%	19.9%	20.0%
经营性 ROIC	14.5%	14.7%	13.5%	14.8%	16.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	62%	63%	60%	56%	52%
流动比率	0.90	0.74	0.77	0.82	0.88
速动比率	0.74	0.62	0.64	0.67	0.72
归母权益/有息债务	0.93	1.06	1.39	1.93	3.06
有形资产/有息债务	2.44	2.87	3.44	4.37	6.31

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	151,620	153,718	151,977	149,569	147,003
货币资金	43,372	25,404	24,745	25,775	26,912
交易性金融资产	11	6	6	6	6
应收账款	3,085	2,878	2,864	2,951	3,015
应收票据	220	251	255	266	278
其他应收款 (合计)	195	126	128	133	139
存货	12,512	10,745	11,465	11,447	11,585
其他流动资产	6,438	17,125	16,304	14,342	12,177
流动资产合计	69,355	66,619	64,966	63,364	61,886
其他权益工具	2,074	2,095	2,513	2,513	2,513
长期股权投资	4,408	3,992	3,992	3,992	3,992
固定资产	35,242	34,619	33,232	31,388	29,434
在建工程	4,329	2,949	3,412	4,059	4,544
无形资产	4,729	4,780	5,154	5,519	5,875
商誉	5,160	2,337	2,352	2,352	2,352
其他非流动资产	19,713	29,259	29,259	29,259	29,259
非流动资产合计	82,265	87,099	87,011	86,205	85,117
总负债	94,300	96,710	90,751	84,043	76,806
短期借款	39,755	36,355	27,492	18,035	7,754
应付账款	13,799	12,313	13,798	14,340	14,946
应付票据	1,041	969	1,533	1,593	1,661
预收账款	2,647	0	0	0	0
其他流动负债	1,070	11,429	12,250	14,213	16,377
流动负债合计	76,860	89,925	83,965	77,258	70,020
长期借款	11,705	4,687	4,687	4,687	4,687
应付债券	3,541	0	0	0	0
其他非流动负债	869	796	796	796	796
非流动负债合计	17,440	6,786	6,786	6,786	6,786
股东权益	57,320	57,008	61,225	65,526	70,197
股本	6,366	6,366	6,325	6,325	6,325
公积金	16,580	16,412	16,452	16,452	16,452
未分配利润	31,415	32,229	35,858	40,138	44,790
归属母公司权益	53,539	53,180	57,378	61,658	66,309
少数股东权益	3,781	3,828	3,848	3,868	3,888

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	17.89%	18.99%	18.49%	18.45%	18.44%
管理费用率	4.08%	3.86%	3.85%	3.82%	3.66%
财务费用率	-0.12%	-0.51%	-0.32%	-0.20%	-0.25%
研发费用率	0.67%	0.75%	0.74%	0.74%	0.73%
所得税率	12%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.20	1.22	1.26	1.36	1.47
每股经营现金流	2.87	3.42	3.13	3.57	3.81
每股净资产	8.41	8.35	9.07	9.75	10.48
每股销售收入	19.82	18.19	18.63	19.40	20.26

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17	21	15	14	13
PB	3.3	3.3	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	11.5	10.6	10.8	9.9	8.9
股息率	4.4%	4.5%	4.6%	5.0%	5.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP