

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

业绩表现稳健，把握低估机遇

2025年10月31日

事件：伊利发布 2025 年三季报。2025Q1-3，公司实现营收 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 实现营收 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%。

点评：

- **收入表现稳定，奶粉增长强劲。**分品类看，Q3 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品系列分别录得收入 188.14 亿元、76.83 亿元和 11.99 亿元，同比-8.83%、+12.65%和+17.35%。Q3 乳制品行业产量同比下滑，常温液奶受制于整体需求，叠加公司与经销商双节理性备货，使得收入同比下滑。婴配粉继上半年夺得市场份额第一后，份额持续扩大，推动奶粉业务增长。冷饮通过渠道深耕和创新产品，市占率持续提升，收入录得增长。
- **毛利率略有下滑，利润整体稳定。**公司 Q3 录得毛利率 33.92%，同比-1.13pct，考虑到全国平均原奶价仍有中个位数左右同比降幅，我们推测系公司液奶产品结构调整，质价比产品占比上升所致。费用端看，公司 Q3 整体费用率略有下降，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-0.73pct、+0.44pct、+0.12pct、-0.17pct，销售费用使用效率持续提升。此外，Q3 资产减值损失/收入为-0.09%，同比-0.54pct，主要系去年同期资产减值损失较多所致。因此，公司 Q3 净利润率达 11.12%，同比-0.29pct，使得 Q3 归母净利润和扣非归母净利润同比表现稳定。
- **创新+国际化，不断满足消费者需求。**产品创新方面，公司三季度推出常温金典鲜活纯牛奶，采用 INF 瞬时杀菌，重新定义常温奶新鲜边界；推出优酸乳嚼柠檬饮品，拉动优酸乳实现双位数增长；同时在山姆推出生牛乳绿豆雪糕，斩获山姆冰品品类冠军；伊刻活泉推出多款口味新品，增速达 70%。国际化方面，公司通过金领冠、Cremo 登陆香港与沙特市场，金典登陆新加坡，实现海外冷饮与婴配粉快速增长。
- **盈利预测与投资评级：全年目标无虞，低估值下把握下一个五年机遇。**公司前三季度收入与利润表现喜人，我们预计公司有很大概率完成今年经营目标。此外，今年是伊利本轮五年计划的尾声，公司将制定未来五年战略规划，指明下一个五年的发展方向及目标。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 4.5%。我们预计 2025-2027 年 EPS 为 1.76/1.94/2.10 元，对应 2025-2027 年 16X/14X/13X 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	119,117	123,406	128,523
增长率 YoY %	2.4%	-8.2%	2.9%	3.6%	4.1%
归属母公司净利润 (百万元)	10,429	8,453	11,158	12,258	13,286
增长率 YoY%	10.6%	-18.9%	32.0%	9.9%	8.4%
毛利率%	32.8%	34.1%	34.6%	34.9%	35.2%
净资产收益率 ROE%	19.5%	15.9%	17.5%	16.1%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	1.64	1.33	1.76	1.94	2.10
市盈率 P/E(倍)	16.31	22.69	15.51	14.12	13.03
市净率 P/B(倍)	3.16	3.59	2.71	2.27	1.93

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 10 月 30 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	70,958	77,062	77,188
货币资金	43,372	25,404	30,266	35,439	34,618
应收票据	220	251	258	267	278
应收账款	3,085	2,878	3,100	3,212	3,345
预付账款	1,480	1,176	1,168	1,205	1,248
存货	12,512	10,745	9,995	10,762	11,512
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	156,194	162,335	163,013
流动负债	76,860	89,925	86,281	79,852	67,031
短期借款	39,755	36,355	31,499	24,047	10,000
应付票据	1,041	969	960	990	1,026
应付账款	13,799	12,313	12,802	13,202	13,680
其他	22,265	40,288	41,019	41,613	42,325
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	88,582	82,253	69,532
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	63,773	76,231	89,617
负债和股东权益	151,620	153,718	156,194	162,335	163,013

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	119,117	123,406	128,523
同比	2.4%	-8.2%	2.9%	3.6%	4.1%
归属母公司净利润	10,429	8,453	11,158	12,258	13,286
同比	10.6%	-18.9%	32.0%	9.9%	8.4%
毛利率(%)	32.8%	34.1%	34.6%	34.9%	35.2%
ROE%	19.5%	15.9%	17.5%	16.1%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	1.64	1.33	1.76	1.94	2.10
P/E	16.31	22.69	15.51	14.12	13.03
P/B	3.16	3.59	2.71	2.27	1.93
EV/EBITDA	11.37	14.22	10.23	8.66	7.32

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	119,117	123,406	128,523
营业成本	84,789	76,299	77,881	80,311	83,221
营业税金及附加	733	733	715	740	771
销售费用	22,572	21,982	21,918	22,583	23,391
管理费用	5,154	4,465	4,765	4,936	5,141
研发费用	850	870	893	926	964
财务费用	-153	-592	-786	-657	-583
减值损失合计	-1,526	-4,676	-1,090	-890	-790
投资净收益	-31	2,417	238	25	39
其他	1,195	418	660	886	1,031
营业利润	11,873	10,182	13,541	14,587	15,897
营业外收支	-152	-55	-400	-151	-251
利润总额	11,721	10,127	13,141	14,436	15,646
所得税	1,437	1,663	1,971	2,165	2,347
净利润	10,284	8,464	11,169	12,271	13,299
少数股东损益	-144	11	11	12	13
归属母公司净利润	10,429	8,453	11,158	12,258	13,286
EBITDA	16,229	15,276	18,116	19,939	21,807
EPS(当年)(元)	1.64	1.33	1.76	1.94	2.10

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	18,831	19,504	21,046
净利润	10,284	8,464	11,169	12,271	13,299
折旧摊销	4,431	4,612	5,773	6,172	6,757
财务费用	2,225	1,026	876	649	405
投资损失	31	-2,417	-238	-25	-39
营运资金变动	-90	5,102	-628	-805	-518
其它	1,409	4,953	1,878	1,242	1,142
投资活动现金流	-16,044	-32,709	-4,051	-6,329	-7,516
资本支出	-6,893	-3,842	-4,288	-6,351	-7,551
长期投资	-9,331	-29,014	-1	-2	-3
其他	179	146	238	25	39
筹资活动现金流	7,258	-7,278	-9,918	-8,001	-14,352
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	-876	-649	-405
现金流净增加额	9,624	-18,266	4,861	5,174	-822

研究团队简介

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（深度研究绝味食品、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（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

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（深度研究贵州茅台、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（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）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都不曾与、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±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。