

2025 年 10 月 31 日

Q3 基本符合预期，液态奶库存合理轻装上阵

伊利股份(600887)

评级:	买入	股票代码:	600887
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	31.12/26.65
目标价格:		总市值(亿)	1,733.78
最新收盘价:	27.41	自由流通市值(亿)	1,725.17
		自由流通股数(百万)	6,293.93

事件概述

公司发布 2025 年三季报，25Q1-3 实现收入 905.6 亿元，同比+1.7%；归母净利润 104.3 亿元，同比-4.1%；扣非归母 101.0 亿元，同比+18.7%；25Q3 实现收入 286.3 亿元，同比-1.7%；归母净利润 32.3 亿元，同比-3.3%；扣非归母净利 30.9 亿元，同比-3.1%；公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.48 元(含税)，合计派发现金红利 30.36 亿元。

分析判断:

► 常温仍有压力，鲜奶/奶粉/奶酪/冰淇淋延续高增

25Q3 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮/其他分别实现收入 188.1/76.8/12.0/5.9 亿元，分别同比-8.8%/+12.6%/+17.4%/+219.4%。

1) 常温需求依然承压，我们判断常温白/常温酸均为高个位数下滑，乳饮料正增长；我们预计基本符合 7-8 月疲弱需求环境，9 月预计有所改善，增速相对行业领先。

2) 低温有望延续上半年正增长，其中我们判断低温鲜奶同比增长 20+%，酸奶正增长，符合行业趋势。

3) 奶粉扣掉澳优后我们判断婴配粉和成人粉都为双位数增速；奶粉增长好于行业，与公司自身竞争力提高有较大关系。

4) 冷饮旺季环比持续修复。

5) 我们预计淘牛收入较多叠加其他增长，贡献其他业务翻 2 倍增长。

► 销售费用率下降明显，毛利率有所影响

25Q3 毛利率 33.8%，同比-1.1pct，我们判断主因 1) 24Q3 高基数下 25Q3 原奶价格红利环比减弱；2) 竞争买赠影响；3) 高质价比产品占比提高影响结构。25Q3 销售/管理费用率分别 18.2%/4.0%，分别同比-0.7/+0.4pct，25Q3 销售费用投入同比环比继续减弱，我们判断 25Q3 广告营销费用延续 25H1 的下降趋势贡献了销售费用率下降。综上，25Q3 净利率同比-0.3pct 至 11.1%。

► 减值明显改善，分红依旧

25Q3 资产减值 0.27 亿元，比 24Q3 的 1.83 亿元明显减弱，信用减值也环比贡献收益；在同期较高净利率基数上 25Q3 依然达成了相对较高的净利率。因此我们认为在前三季度基础已经确定的条件下，达成年初制定的收入业绩目标确定性较高。同时发布中期分红，有望维持与 24 年相当的较高分红水平。

我们认为 25Q3 收入利润基本符合预期，全年维持 109 亿下 16 倍合理估值，看明年期待奶价微涨/上涨下公司费效比最佳及减值投资收益等正贡献。稳健龙头绝对收益品种，当前估值不高适合配置，继续推荐。

投资建议

根据三季报调整盈利预测，25-27 年收入 1190/1222/1253 亿元不变；归母净利润由 109/114/119 亿元上调至 109/119/125 亿元；EPS 由 1.73/1.80/1.89 元上调至 1.73/1.88/1.98 元。2025 年 10 月 31 日收盘价 27.41 元对应 P/E 分别为 16/15/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；原材料价格大幅上涨；竞争加剧影响收入业绩；新品销售不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	126,179	115,780	119,001	122,173	125,299
YoY (%)	2.4%	-8.2%	2.8%	2.7%	2.6%
归母净利润(百万元)	10,429	8,453	10,912	11,871	12,531
YoY (%)	10.6%	-18.9%	29.1%	8.8%	5.6%
毛利率 (%)	32.6%	33.9%	34.3%	34.3%	34.4%
每股收益 (元)	1.64	1.33	1.73	1.88	1.98
ROE	19.5%	15.9%	19.6%	20.4%	20.7%
市盈率	16.71	20.61	15.89	14.61	13.84

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	115,780	119,001	122,173	125,299	净利润	8,464	10,792	11,751	12,411
YoY (%)	-8.2%	2.8%	2.7%	2.6%	折旧和摊销	4,612	3,794	3,802	3,961
营业成本	76,299	77,928	80,105	82,009	营运资金变动	5,102	1,417	57	569
营业税金及附加	733	753	774	794	经营活动现金流	21,740	16,613	15,819	17,032
销售费用	21,982	22,128	22,303	22,625	资本开支	-3,842	-3,090	-2,990	-2,890
管理费用	4,465	4,509	4,631	4,750	投资	-29,014	270	270	270
财务费用	-592	-357	-367	-376	投资活动现金流	-32,709	-2,820	-2,720	-2,620
研发费用	870	831	853	875	股权募资	0	-249	0	0
资产减值损失	-4,676	-500	-150	-30	债务募资	2,533	-2,100	-1,100	-600
投资收益	2,417	-30	-30	-30	筹资活动现金流	-7,278	-10,572	-10,462	-10,721
营业利润	10,182	12,604	13,718	14,487	现金净流量	-18,266	3,221	2,637	3,691
营业外收支	-55	-55	-55	-55	主要财务指标				
利润总额	10,127	12,549	13,663	14,432	成长能力				
所得税	1,663	1,757	1,913	2,020	营业收入增长率	-8.2%	2.8%	2.7%	2.6%
净利润	8,464	10,792	11,751	12,411	净利润增长率	-18.9%	29.1%	8.8%	5.6%
归属于母公司净利润	8,453	10,912	11,871	12,531	盈利能力				
YoY (%)	-18.9%	29.1%	8.8%	5.6%	毛利率	33.9%	34.3%	34.3%	34.4%
每股收益	1.33	1.73	1.88	1.98	净利率	7.3%	9.2%	9.7%	10.0%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	5.5%	7.3%	8.1%	8.8%
货币资金	25,404	28,625	31,262	34,953	净资产收益率 ROE	15.9%	19.6%	20.4%	20.7%
预付款项	1,176	1,130	1,081	1,025	偿债能力				
存货	10,745	9,969	10,297	10,025	流动比率	0.74	0.74	0.76	0.78
其他流动资产	29,294	23,888	18,688	13,356	速动比率	0.32	0.37	0.42	0.49
流动资产合计	66,619	63,612	61,329	59,359	现金比率	0.28	0.33	0.39	0.46
长期股权投资	3,992	3,692	3,392	3,092	资产负债率	62.9%	60.3%	57.8%	55.2%
固定资产	34,619	35,333	35,194	34,517	经营效率				
无形资产	4,780	4,630	4,610	4,564	总资产周转率	0.76	0.78	0.82	0.86
非流动资产合计	87,099	86,065	84,923	83,522	每股指标 (元)				
资产合计	153,718	149,677	146,252	142,881	每股收益	1.33	1.73	1.88	1.98
短期借款	36,355	36,355	36,355	36,355	每股净资产	8.35	8.80	9.20	9.58
应付账款及票据	13,282	12,261	11,415	10,272	每股经营现金流	3.42	2.63	2.50	2.69
其他流动负债	40,288	36,948	33,030	29,061	每股股利	1.22	1.30	1.48	1.60
流动负债合计	89,925	85,563	80,800	75,688	估值分析				
长期借款	4,687	2,687	1,687	1,187	PE	20.61	15.89	14.61	13.84
其他长期负债	2,099	2,049	1,999	1,949	PB	3.61	3.11	2.97	2.86
非流动负债合计	6,786	4,736	3,686	3,136					
负债合计	96,710	90,299	84,485	78,824					
股本	6,366	6,358	6,358	6,358					
少数股东权益	3,828	3,708	3,588	3,468					
股东权益合计	57,008	59,378	61,767	64,058					
负债和股东权益合计	153,718	149,677	146,252	142,881					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。