



伊利股份 (600887.SH): 夯实基础, 静待走出低谷

2025 年 10 月 31 日

推荐/维持

伊利股份

公司报告

事件: 2025 年前三季度, 公司营业收入达 903.41 亿元, 同比+1.81%; 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%。Q3 单季, 公司营收 285.64 亿元, 同比-1.63%; 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%。

常温白奶依然承压, 其他板块均保持较高增长。公司前三季度液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他收入占比分别为 61.31%/27.08%/10.52%/1.09%, 液体乳占比有所下降, 奶粉及奶制品/冷饮产品占比有所提升。Q3 单季, 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品收入分别同比-8.83%/+12.65%/+17.35%/+219.35%。原奶价格下行, 市场竞争激烈使得常温白奶、酸奶业务依然承压。但经过前期的库存去化以及对经销商的扶持, 我们推测渠道压力明显减轻, 渠道利润好转。目前原奶价格有触底回升的趋势, 预计明年市场竞争有望趋缓, 公司前期在渠道的铺垫有望带来液奶板块业绩的回升。奶粉及奶制品业务为今年业绩亮点, 我们推测公司奶粉业务受益于龙年出生率的回升、产品的创新和高端化、母婴渠道的合作以及奶粉补贴政策获得较高增速, 市占率进一步提升。我国乳制品深加工业务处于起步阶段, 市场空间和国产替代空间较大, 部分深加工产品赋能婴配粉使得婴配粉更具竞争力, 我们认为该业务具备长期增长动能。

毛利率受产品结构影响下降, 销售费用率有所回落。公司 25 年前三季度毛利率 35.32%, 同比+0.52pct, Q3 毛利率 33.76%, 同比-1.09pct。Q3 毛利率下降主因行业价格战持续, 低毛利率产品占比有所提升。25 年前三季度销售费用率/管理费用率分别为 18.28%/3.84%, 分别同比-0.98/+0.05pct。因促销活动减少、渠道优化, 销售费用率有所回落。公司前三季度净利率 11.53%, 同比减少 0.75 个百分点。

盈利预测及投资评级: 原奶价格有触底回升迹象, 四季度部分牧场收购青贮现金压力较大, 推测牧场数量进一步收缩, 缓解原奶供给, 奶价有望进一步回升。公司在行业低谷期夯实基本功, 开发新品新渠道, 有望随着行业回暖率先走出低谷。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 114.33、123.72 和 131.17 亿元, 对应 EPS 分别为 1.80、1.94 和 2.06 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 值分别为 15、14 和 13 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 原奶价格持续低位; 消费复苏不及预期; 消费降级, 中低端产品占比提升; 行业竞争加剧带来价格战; 食品安全风险。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	126,179.46	115,779.55	116,562.92	122,589.44	126,700.52
增长率 (%)	2.44%	-8.24%	0.68%	5.17%	3.35%
归母净利润 (百万元)	10,428.54	8,452.86	11,433.42	12,371.57	13,117.06
增长率 (%)	10.58%	-18.94%	35.26%	8.21%	6.03%
净资产收益率 (%)	19.48%	15.89%	21.01%	22.37%	23.37%
每股收益 (元)	1.64	1.33	1.80	1.94	2.06

公司简介:

内蒙古伊利实业集团股份有限公司的主营业务是各类乳品及健康饮品的生产与销售。公司的主要产品是液态奶、乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品、奶酪、乳脂、包装饮用水。

资料来源: 公司公告、恒生聚源

未来 3-6 个月重大事项提示:

无

发债及交叉持股介绍:

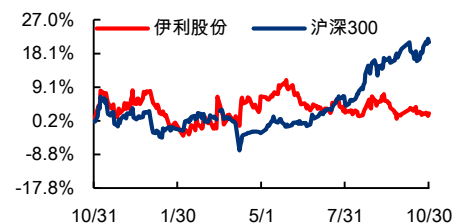
无

交易数据

52 周股价区间 (元)	30.98-26.85
总市值 (亿元)	1,730.62
流通市值 (亿元)	1,722.02
总股本/流通 A 股 (万股)	632,536/632,536
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	0.83

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070004

分析师: 王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070003

PE	16.68	20.57	15.23	14.08	13.28
PB	3.25	3.28	3.20	3.15	3.10

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	69355	66619	67218	67776	66139	营业收入	126179	115780	116563	122589	126701
货币资金	43372	25404	17484	18388	19005	营业成本	84789	76299	76465	80664	83749
应收账款	3085	2878	2874	3035	3130	营业税金及附加	733	733	707	760	777
其他应收款	195	119	120	126	130	营业费用	22572	21982	21234	21827	22173
预付款项	1480	1176	872	550	217	管理费用	5154	4465	4216	4174	4054
存货	12512	10745	10475	11050	11472	财务费用	-153	-592	-372	-482	-427
其他流动资产	6438	17125	17133	17194	17235	研发费用	850	870	887	905	923
非流动资产合计	82265	87099	88387	90092	92361	资产减值损失	1525.70	4675.85	1159.09	1159.09	1159.09
长期股权投资	4408	3992	3992	3992	3992	公允价值变动收益	278.19	-28.15	0.00	0.00	0.00
固定资产	35242	34619	32000	29333	26656	投资净收益	-31.09	2417.33	106.44	117.08	128.79
无形资产	4729	4780	4523	4282	4055	加: 其他收益	1097.85	1016.46	1026.22	1046.84	1029.84
其他非流动资产	19713	29259	32185	35404	38944	营业利润	11873	10182	13384	14733	15437
资产总计	151620	153718	155605	157868	158499	营业外收入	229.84	77.80	153.82	115.81	134.81
流动负债合计	76860	89925	94641	96044	95897	营业外支出	381.96	132.84	268.49	261.09	220.81
短期借款	39755	36355	38172	40081	42085	利润总额	11721	10127	13270	14587	15351
应付账款	13799	12313	12171	12839	13330	所得税	1437	1663	1903	2244	2281
预收款项	2647	0	0	0	0	净利润	10284	8464	11367	12344	13070
一年内到期的非流动负债	2435	9230	11998	10614	11306	少数股东损益	-144	11	-67	-28	-47
非流动负债合计	17440	6786	2790	2783	2786	归属母公司净利润	10429	8453	11433	12372	13117
长期借款	11705	4687	687	687	687	主要财务比率					
应付债券	3541	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	94300	96710	97431	98827	98683	成长能力					
少数股东权益	3781	3828	3761	3733	3686	营业收入增长	2.44%	-8.24%	0.68%	5.17%	3.35%
实收资本 (或股本)	6366	6366	6366	6366	6366	营业利润增长	9.33%	-14.25%	31.45%	10.07%	4.78%
资本公积	13380	13211	13045	12880	12718	归属于母公司净利润增长	10.58%	-18.94%	35.26%	8.21%	6.03%
未分配利润	31415	32229	33144	34133	35183	获利能力					
归属母公司股东权益合计	53539	53180		55308	56130	毛利率 (%)	32.80%	34.10%	34.40%	34.20%	33.90%
负债和所有者权益	151620	153718	155605	157868	158499	净利率 (%)	8.15%	7.31%	9.75%	10.07%	10.32%
现金流量表			单位: 百万元			总资产净利润 (%)	6.88%	5.50%	7.35%	7.84%	8.28%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE (%)	19.48%	15.89%	21.01%	22.37%	23.37%
经营活动现金流	18290	21740	15594	16069	13453	偿债能力					
净利润	10284	8464	11367	12344	13070	资产负债率 (%)	62%	63%	63%	63%	62%
折旧摊销	4279.76	4464.96	3065.43	3060.67	3055.42	流动比率	0.90	0.74	0.71	0.71	0.69
财务费用	-153	-592	-372	-482	-427	速动比率	0.74	0.62	0.60	0.59	0.57
应收账款减少	4	206	5	-161	-95	营运能力					
预收账款增加	2647	-2647	0	0	0	总资产周转率	0.89	0.76	0.75	0.78	0.80
投资活动现金流	-16044	-32709	-14855	-5208	-4244	应收账款周转率	41	39	41	41	41
公允价值变动收益	278	-28	0	0	0	应付账款周转率	8.49	8.87	9.52	9.80	9.68
长期投资减少	0	0	-9093	900	2431	每股指标 (元)					
投资收益	-31	2417	106	117	129	每股收益 (最新摊薄)	1.64	1.33	1.80	1.94	2.06
筹资活动现金流	7258	-7278	-8658	-9957	-8593	每股净现金流 (最新摊薄)	1.49	-2.87	-1.24	0.14	0.10
应付债券增加	59	-3541	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	8.41	8.35	8.55	8.69	8.82
长期借款增加	2407	-7019	-4000	0	0	估值比率					
普通股增加	-33	0	0	0	0	P/E	16.68	20.57	15.23	14.08	13.28
资本公积增加	-855	-169	-167	-165	-163	P/B	3.25	3.28	3.20	3.15	3.10
现金净增加额	9504	-18248	-7920	904	617	EV/EBITDA	11.87	14.30	12.91	11.97	11.58

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业：有望跟随消费总量扩容而获得增量机会	2025-10-30
行业普通报告	食品饮料行业：四中全会提振消费产业预期	2025-10-29
行业普通报告	食品饮料：秋糖反馈符合预期	2025-10-27
行业普通报告	【食品饮料】浙江消费补贴政策率先突破，中秋国庆消费有望得到提振	2025-09-09
行业深度报告	食品饮料行业：站在白酒复苏的前夜	2025-08-25
行业普通报告	食品饮料行业：市场扩容与产品升级并增，新生儿政策利好婴幼儿奶粉消费	2025-07-31
行业深度报告	食品饮料行业：24 年报及 25 年一季报总结：休闲食品仍有机会，乳制品迎来拐点	2025-07-07
行业深度报告	食品饮料行业 2025 年中期策略报告：价格是资产定价重要观察要素	2025-06-24
公司普通报告	伊利股份（600887.SH）：轻舟已过万重山，期待持续改善	2025-05-09

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师, 工商管理硕士, 曾任职太平洋证券、民生证券等, 6 年食品饮料行业研究经验, 2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士, 2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究, 主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526