



公司评级
增持（维持）
报告日期 2025 年 11 月 04 日

基础数据

11 月 03 日收盘价（元） 27.45
总市值（亿元） 1,736.31
总股本（亿股） 63.25
来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】伊利股份：收入稳健增长，盈利能力大幅提升-2025.08.29
【兴证食饮】伊利股份：商誉减值释放风险，25Q1 利润超预期-2025.05.03

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003
jinhan@xyzq.com.cn

分析师：王嘉琦

S0190525070007
wangjiaqi23@xyzq.com.cn

伊利股份(600887.SH)

Q3 液奶承压，奶粉延续增势

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年三季报：前三季度总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 905.64/104.26/101.03 亿元，同比+1.71%/-4.07%/+18.73%；其中 Q3 总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 286.31/32.26/30.86 亿元，同比-1.70%/-3.35%/-3.08%。此外，公司拟每股派发现金红利 0.48 元（含税），合计派发 30.36 亿元，占前三季度归母净利润 29.12%。
- **Q3 液奶收入承压，奶粉延续双位数增长。**分品类：前三季度液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品营收同比-4.5%/+13.7%/+13.0%，其中 Q3 营收分别同比-8.8%/+12.6%/+17.4%。三季度液奶收入承压，预计公司常温白奶收入（基础白奶表现略好于金典）、常温酸奶收入降幅近似，乳饮料收入相对较好，低温品类收入延续增长。公司努力维护渠道健康，保持价盘平稳，库存改善，经销商盈利能力逐步恢复。奶粉方面，生育补贴计划效果较好，预计一段新客增加，内生婴配粉收入实现较好增长，澳优收入同比增长；成人粉前三季度收入实现双位数增长，内部结构也在提升。分区域：前三季度华北/华南/其他地区营收同比 +2.4%/-1.3%/+3.7%；Q3 华北/华南/其他地区营收同比 +3.1%/-8.7%/+0.3%。
- **结构扰动毛利率，盈利能力小幅波动。**前三季度毛利率 35.32%，同比+0.52pct；Q3 毛利率 33.76%，同比-1.09pct，主要系结构影响（高质价比产品、基础白奶表现好于高端白奶）、同期基数较高、原奶价格降幅收窄。前三季度销售费用率为 18.32%，同比-1.01pct，其中 Q3 销售费用率为 18.27%，同比-0.75pct，费效比优化。前三季度毛销差为 17.00%，同比+1.52pct；其中 Q3 毛销差为 15.49%，同比-0.34pct。此外，Q3 资产减值损失同比减少 1.56 亿元，系喷粉计提减值减少；营业外支出同比增加 1.12 亿元，系婴配粉生育补贴计划确认支出。综合考虑以上因素，前三季度归母净利率为 11.51%，同比-0.69pct，其中 Q3 归母净利率为 11.27%，同比-0.19pct。
- **盈利预测与投资建议：**根据最新公告相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营收 1182.05/1220.64/1263.40 亿元，同比+2.1%/+3.3%/+3.5%，归母净利润 110.44/120.03/128.20 亿元，同比+30.7%/+8.7%/+6.8%，EPS 为 1.75/1.90/2.03 元；对应 2025 年 11 月 3 日收盘价，PE 为 15.7/14.5/13.5X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、原材料价格波动、食品安全风险、动销不达预期风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	115780	118205	122064	126340
同比增长	-8.2%	2.1%	3.3%	3.5%
归母净利润（百万元）	8453	11044	12003	12820
同比增长	-18.9%	30.7%	8.7%	6.8%
毛利率	33.9%	34.5%	34.5%	34.6%
ROE	15.9%	19.0%	19.4%	19.5%
每股收益（元）	1.34	1.75	1.90	2.03
市盈率	20.5	15.7	14.5	13.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	66619	70643	80398	88226
货币资金	25404	18985	27248	42351
交易性金融资产	6	159	319	471
应收票据及应收账款	3129	2713	2818	2925
预付款项	1176	1517	1575	1628
存货	10745	10606	11371	3370
其他	26159	36662	37069	37481
非流动资产	87099	89072	91663	93733
长期股权投资	3992	5138	5514	5964
固定资产	34619	34603	34052	32975
在建工程	2955	2764	2611	2489
无形资产	4780	5361	6309	7090
商誉	2337	2683	3133	3683
其他	38416	38523	40045	41532
资产总计	153718	159715	172062	181959
流动负债	89925	95216	102859	106101
短期借款	36355	38355	40355	42355
应付票据及应付账款	13282	20964	27237	28219
其他	40288	35898	35267	35527
非流动负债	6786	2319	3471	6345
长期借款	4687	187	1291	4192
其他	2099	2133	2180	2153
负债合计	96710	97535	106330	112446
股本	6366	6325	6325	6325
未分配利润	32229	35937	37737	39660
少数股东权益	3828	4006	3957	3892
股东权益合计	57008	62180	65732	69513
负债及权益合计	153718	159715	172062	181959

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	8453	11044	12003	12820
折旧和摊销	4612	5592	6133	6621
营运资金的变动	5102	1984	2788	7513
经营活动产生现金流量	21740	21913	22753	29071
资本支出	-3842	-6528	-7058	-6548
长期投资	-29014	-2309	-1783	-2230
投资活动产生现金流量	-32709	-17721	-8899	-8834
债权融资	2533	-3335	3151	4874
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-7278	-12662	-5591	-5133
现金净变动	-18266	-8418	8263	15103

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	115780	118205	122064	126340
营业成本	76299	77136	79633	82340
税金及附加	733	742	766	793
销售费用	21982	21557	22261	22917
管理费用	4465	4476	4622	4785
研发费用	870	885	914	946
财务费用	-592	-801	-1026	-874
投资收益	2417	-28	-28	-25
公允价值变动收益	-28	119	126	118
信用减值损失	-555	-103	-110	-130
资产减值损失	-4676	-1601	-1455	-1037
营业利润	10182	13483	14362	15321
营业外收支	-55	-57	-58	-60
利润总额	10127	13427	14304	15261
所得税	1663	2205	2349	2506
净利润	8464	11222	11955	12755
少数股东损益	11	178	-48	-65
归属母公司净利润	8453	11044	12003	12820
EPS(元)	1.34	1.75	1.90	2.03

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-8.2%	2.1%	3.3%	3.5%
营业利润增长率	-14.2%	32.4%	6.5%	6.7%
归母净利润增长率	-18.9%	30.7%	8.7%	6.8%
盈利能力				
毛利率	33.9%	34.5%	34.5%	34.6%
归母净利率	7.3%	9.4%	9.9%	10.2%
ROE	15.9%	19.0%	19.4%	19.5%
偿债能力				
资产负债率	62.9%	61.1%	61.8%	61.8%
流动比率	0.74	0.74	0.78	0.83
速动比率	0.32	0.23	0.30	0.43
营运能力				
资产周转率	75.8%	75.4%	73.6%	71.4%
每股资料(元)				
每股收益	1.34	1.75	1.90	2.03
每股经营现金	3.44	3.46	3.60	4.60
估值比率(倍)				
PE	20.5	15.7	14.5	13.5
PB	3.3	3.0	2.8	2.6

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn