

乳企龙头平台化转型，多品类驱动增长
——伊利股份（600887.SH）首次覆盖报告

食品饮料

报告原因：

买入（首次评级）

市场数据：	2025 年 12 月 25 日
收盘价（元）	29.20
一年内最高/最低（元）	30.98/26.65
市净率	3.3
股息率（分红/股价）	5.82
流通 A 股市值（百万元）	183,783
上证指数/深证成指	3,960/13,531
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	8.9
资产负债率%	60.55
总股本/流通 A 股（百万）	6,325/6,294
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩
S0820125020001
021-32229888-25515
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- **投资评级与估值：**公司作为中国乳制品行业龙头，凭借全国化渠道网络、多品类协同布局以及全产业链竞争优势，在行业调整期展现出较强经营韧性。预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 1183.7/1227.4/1271.4 亿元，同比增长 2.2%/3.7%/3.6%，净利润分别为 108.2/124.2/135.0 亿元，同比增长 27.9%/14.8%/8.7%，对应 PE 分别为 17.2X/15.0X/13.8X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **行业与公司分析：**中国乳制品行业步入成熟期，2024 年零售规模约 5600 亿元，2018 年以来行业增速承压。公司主营乳制品研发、生产与销售，形成以液体乳为基本盘，以奶粉及奶制品、冷饮为增长引擎的多品类产品矩阵。公司 25Q1-3 液体乳收入占比 61%，奶粉及奶制品占比 27%。公司作为中国乳业龙头，多品类市场份额行业领先。
- **关键假设点：**液体乳业务方面，考虑到行业需求仍处弱复苏阶段，公司维持理性备货策略，液奶收入预计低速企稳，预计 2025/2026/2027 年液体乳营业收入分别为 750.8/753.8/758.3 亿元，同比增长 0.1%/0.4%/0.6%，毛利率分别为 31.4%/31.5%/31.6%。奶粉及奶制品业务方面，受益于生育补贴政策拉动以及银发经济趋势下功能性产品需求增长，收入有望稳步提升，预计 2025/2026/2027 年奶粉及奶制品营业收入分别为 326.4/355.8/384.3 亿元，同比增长 10.0%/9.0%/8.0%，毛利率分别为 42.5%/43.3%/43.7%。冷饮业务方面，经过 2024 年渠道调整与产品创新，业务基础更加扎实，收入有望恢复双位数增长，预计 2025/2026/2027 年冷饮业务营业收入分别为 96.8/106.5/116.1 亿元，同比增长 11.0%/10.0%/9.0%，毛利率分别为 39.0%/39.5%/40.0%。其他业务方面，公司布局乳品深加工业务，同步切入烘焙、茶饮等 B 端赛道，预计 2025/2026/2027 年其他业务营业收入分别为 9.4/11.3/12.9 亿元，同比增长 30.0%/20.0%/15.0%，毛利率分别为 25.0%/26.0%/27.0%。
- **有别于市场的认识：**市场认为乳制品行业进入成熟期、液奶需求见顶，原奶周期拖累盈利等，但我们认为：**1）多品类协同驱动平台型乳企转型，液奶占比下降反映主动战略调整。**公司 25Q1-3 液奶收入占比降至 61.3%，较高峰期下降超 20pct，这一结构变化是公司主动推进品类扩张战略的成效体现。在战略定位上，液奶承担流量入口与基本盘角色，奶粉、冷饮则作为利润增量贡献的引擎，公司已完成从“常温奶龙头”向“平台型乳企”的战略升级。公司在液奶领域积累的全国化渠道网络（500 万+终端网点）、品牌建设经验、供应链管理能力和可向奶粉、冷饮、奶酪等新品类迁移，边际投入可控而收益弹性大，规模效应在多品类间形成正向循环。25Q1-3 液奶同比下降 4.5%，奶粉及奶制品同比增长 13.7%，冷饮同比增长 13%，多元化品类组合有效平滑液奶周期压力。**2）第二曲线奶粉业务规模与盈利双升。**2016-2024 年奶粉及奶制品收入 CAGR 达 22.37%，25Q1-3 收入 242.6 亿元，占比提升至 27%。25H1 奶粉业务毛利率 44.1%，显著高于液奶（31.7%），高盈利品类占比提升直接驱动公司盈利中枢上移。①婴配粉方面，公司 25H1 零售额市占率达 18.1%，跃居全国第一。渠道端，公司依托母婴会生态平台与头部母婴系统的战略合作，母婴渠道增速高于行业约 10pct；运营端，数字化转型推动电商增长超 30%，店铺直播与内容运营能力持续强化；用户端，公司今年推出 16 亿元生育补贴计划，精准触达新生儿家庭，截至 25Q3，已有超 80 万消费者申领，推动会员数量同比提升 20%，后续全生命周期会员服务带来复购率与品牌忠诚度的稳步提升。②成人粉方面，2.1 亿银发群体提供巨大发展机遇，公司 25H1 零售额市场份额达 26.1%，稳居行业第一。公司聚焦功能性产品开发，“新活”中高端产品增长超 20%、

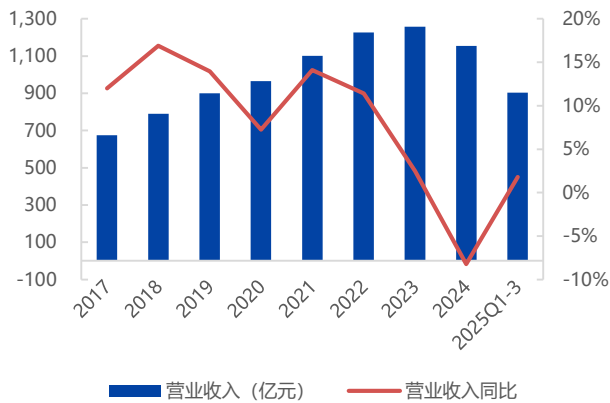
"倍畅"羊奶粉增长超 30%，高端功能产品成为业务增长的主要动力。公司正从单一成人奶粉向"功能营养+专业营养"高附加值赛道延伸，有望持续打开成人营养品市场增量空间。**3) 原奶周期底部运行，成本红利释放叠加供需改善，强化龙头优势。**2024 年原奶均价约 3.0 元，处于低位，公司毛利率从 2021 年 30.6%提升至 25Q1-3 的 35.5%，成本改善是毛利率提升的核心驱动。供给端去化加速确认周期底部位置，2025 年奶牛存栏量持续下降，上游牧场亏损面达 90%以上，未来供给收缩确定性高。供需拐点预计 2026 年出现，届时奶价温和回升将带动中小乳企成本优势收窄，行业从价格竞争回归价值竞争，龙头企业竞争优势更为显著。公司全产业链布局进一步平滑周期波动，在上游，公司与牧场建立紧密合作机制，合作牧场规模与技术储备行业领先；在中游，布局乳品深加工业务，推出高性价比产品提升原奶耗奶量，从需求端进一步推动供需格局改善。上游资源优势将成为公司的核心竞争力，也是区别于中小乳企的重要壁垒。

- **股价的催化剂：1) 婴配粉需求回暖周期开启，带动需求扩容。**2024 年龙年出生人口反弹带动行业重回正增长，随着生育补贴等鼓励生育政策陆续落地推动新生儿数量企稳，婴配粉市场需求扩容，公司作为婴配粉龙头将率先受益。**2) 成人营养品赛道空间广阔，功能化升级打开增量空间。**银发经济趋势下，新的老年群体健康意识增强，对功能营养的认知提高，成人营养品市场持续扩容。公司以乳基为核心，深耕中式膳食药食同源，拓展保健食品新赛道，产品结构升级将带动成人粉业务收入与盈利能力同步提升。**3) 深加工战略打开第三增长曲线。**乳铁蛋白、酪蛋白等关键原料的进口依赖度达 35%，公司布局乳品深加工业务，同步切入烘焙、茶饮等高毛利 B 端赛道。国内深加工生产线预计 25Q3 投产，可生产原制奶酪、乳铁蛋白等高附加值产品，新西兰基地高附加值产品占比已提升至 60%，产能爬坡将带动深加工业务收入与盈利逐步释放。
- **风险提示：**原奶价格大幅波动风险；奶粉业务增长不及预期；新品类拓展不及预期；行业竞争加剧风险；食品安全风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	125,758	115,393	118,371	122,735	127,143
同比增长率（%）	2.4%	-8.2%	2.2%	3.7%	3.6%
归母净利润（百万元）	10,429	8,453	10,815	12,417	13,501
同比增长（%）	10.6%	-18.9%	27.9%	14.8%	8.7%
每股收益（元/股）	1.65	1.34	1.70	1.95	2.12
毛利率（%）	32.6%	33.9%	34.4%	34.9%	35.2%
ROE（%）	19.5%	15.9%	16.9%	16.3%	15.0%
市盈率	17.8	22.0	17.2	15.0	13.8

图表 1：公司营业收入及同比



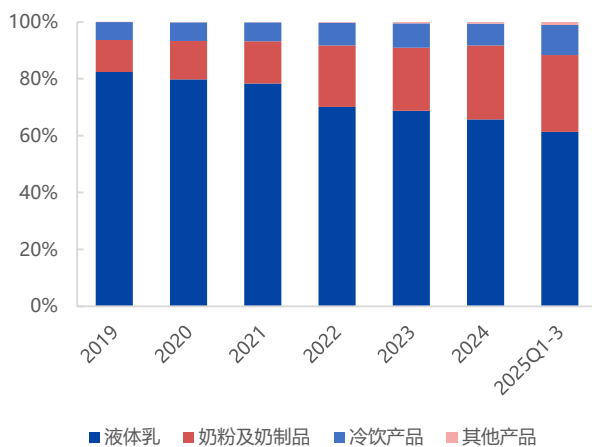
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 2：公司归母净利润及同比



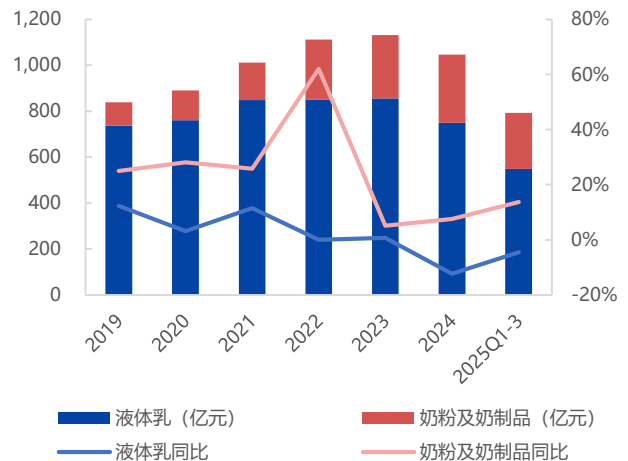
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 3：分产品收入结构



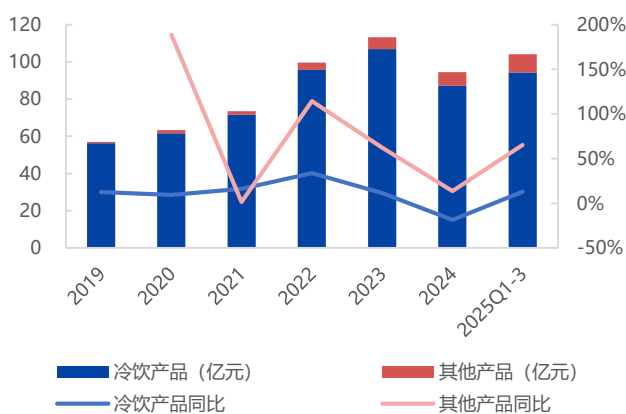
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 4：液体乳/奶粉及奶制品收入及同比



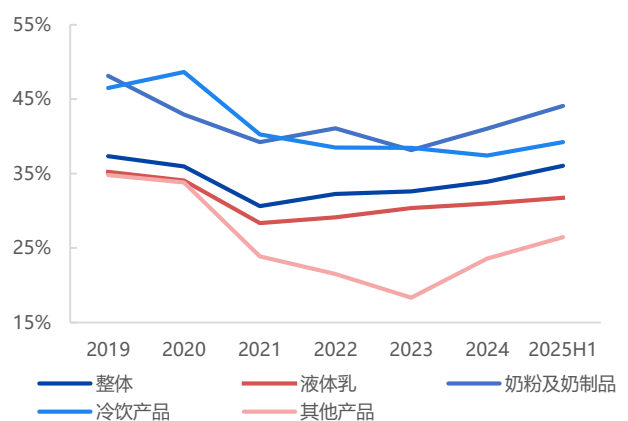
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 5：冷饮产品/其他产品收入及同比



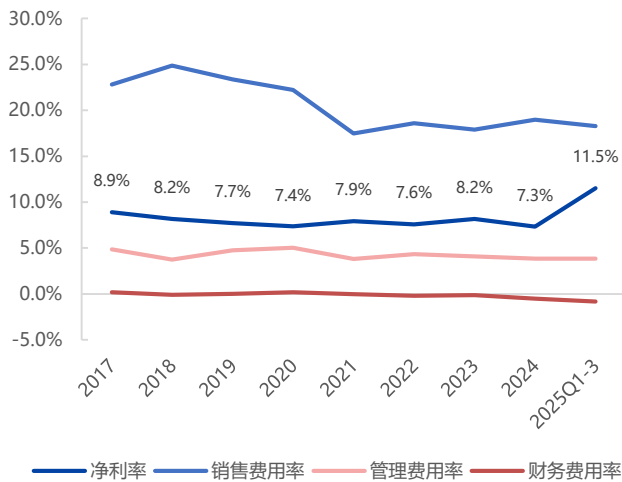
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 6：分产品毛利率



资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 7：公司净利率及销售/管理/财务费用率



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 8：中国奶牛存栏量及同比



资料来源：中国奶业协会，爱建证券研究所

风险提示

- 1) 原奶价格大幅波动风险：**原奶是乳制品核心原材料，成本占比较高，若原奶价格超预期上涨或剧烈波动，将对公司毛利率形成压力。
- 2) 奶粉业务增长不及预期：**奶粉业务是公司第二曲线的重要驱动，若生育率回暖不及预期，将影响公司收入增长及盈利能力改善节奏。
- 3) 新品类拓展不及预期：**公司布局深加工、成人营养品等新业务，若产能爬坡进度滞后或市场拓展不及预期，可能影响公司收入。
- 4) 行业竞争加剧风险：**若竞争对手在重点品类或渠道加大费用投放或发起价格竞争，可能对公司市场份额及渠道利润造成冲击。
- 5) 食品安全风险：**若发生产品质量问题或食品安全事件，将影响消费者信任及购买意愿，对公司销售和品牌声誉造成负面影响。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	43,372	25,404	20,539	24,731	33,524	净利润	10,284	8,464	10,924	12,562	13,658
应收款项	3,305	3,129	3,338	3,605	3,747	折旧摊销	4,135	4,324	4,000	4,407	4,845
存货	12,512	10,745	11,838	12,308	12,778	营运资本变动	109	31,696	-17,847	3,320	2,090
流动资产	69,355	66,619	45,706	51,064	60,889	经营活动现金流	18,290	21,740	30,076	18,200	18,441
长期股权投资	4,408	3,992	4,092	4,212	4,342	资本开支	6,956	3,978	7,300	8,300	9,100
固定资产	35,242	34,619	38,078	41,913	46,169	投资变动	-9,331	-29,014	-710	-530	-215
在建工程	4,337	2,955	2,170	1,647	1,298	投资活动现金流	-16,044	-32,709	-8,408	-9,301	-10,186
无形资产	4,729	4,780	5,428	6,033	6,404	银行借款	51,460	41,041	14,687	9,687	9,687
非流动资产	82,265	87,099	91,023	95,481	100,423	筹资活动现金流	7,258	-7,278	-26,415	-4,609	639
资产合计	151,620	153,718	136,728	146,545	161,312	现金净增加额	9,624	-18,266	-4,865	4,192	8,793
短期借款	39,755	36,355	10,000	5,000	5,000	期初现金	33,853	43,372	25,404	20,539	24,731
应付款项	14,840	13,282	12,937	13,405	13,532	期末现金	43,372	25,404	20,539	24,731	33,524
流动负债	14,840	13,282	12,937	13,405	13,532						
长期借款	11,705	4,687	4,687	4,687	4,687						
应付债券	3,541	0	200	300	350						
非流动负债	17,440	6,786	7,024	7,126	7,177						
负债合计	94,300	96,710	68,796	66,052	67,160						
股本	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366						
资本公积	13,380	13,211	13,211	13,211	13,211						
留存收益	34,615	35,429	46,244	58,661	72,162						
归母股东权益	53,539	53,180	63,995	76,412	89,913						
少数股东权益	3,781	3,828	3,937	4,081	4,238						
负债和权益总计	151,620	153,718	136,728	146,545	161,312						

利润表						财务比率					
单位:百万元											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	126,179	115,780	117,944	122,323	126,735	成长能力指标					
营业成本	84,789	76,299	77,346	79,683	82,156	营业收入增速	2.5%	-8.2%	2.2%	3.7%	3.6%
税金及附加	733	733	755	746	773	营业利润增速	9.3%	-14.2%	30.4%	14.7%	8.6%
销售费用	22,572	21,982	22,527	23,119	23,889	归母净利润增速	10.6%	-18.9%	27.9%	14.8%	8.7%
管理费用	5,154	4,465	4,482	4,526	4,626	盈利能力指标					
研发费用	850	870	826	856	887	毛利率	32.6%	33.9%	34.4%	34.9%	35.2%
财务费用	-153	-592	501	18	-184	净利率	8.2%	7.3%	9.2%	10.2%	10.7%
资产减值损失	-1,526	-4,676	0	0	0	ROE	17.9%	14.8%	16.1%	15.6%	14.5%
公允价值变动	278	-28	90	100	105	ROIC	8.9%	7.9%	11.8%	12.6%	12.0%
投资净收益	-31	2,417	123	211	304	偿债能力					
营业利润	11,873	10,182	13,276	15,234	16,542	资产负债率	62.2%	62.9%	50.3%	45.1%	41.6%
营业外收支	-152	-55	-146	-118	-106	净负债比率	1.65	1.70	1.01	0.82	0.71
利润总额	11,721	10,127	13,130	15,116	16,436	流动比率	0.90	0.74	0.74	0.87	1.02
所得税	1,437	1,663	2,206	2,555	2,778	速动比率	0.61	0.32	0.39	0.49	0.63
净利润	10,284	8,464	10,924	12,562	13,658	营运能力					
少数股东损益	-144	11	109	144	157	总资产周转率	0.83	0.75	0.87	0.84	0.79
归母净利润	10,429	8,453	10,815	12,417	13,501	应收账款周转率	38.18	37.00	35.46	34.05	33.93
EBITDA	18,050	16,271	18,434	20,350	22,163	存货周转率	10.08	10.78	10.00	9.97	9.95

每股指标						估值比率					
每股收益	1.64	1.33	1.70	1.95	2.12	市盈率	17.83	21.99	17.19	14.97	13.77
每股经营性现金流	2.87	3.42	4.72	2.86	2.90	市销率	1.47	1.61	1.57	1.51	1.46
每股净资产	9.00	8.96	10.67	12.64	14.79	市净率	3.24	3.26	2.74	2.31	1.97
						EV/EBIT	17.02	21.53	16.22	14.25	12.68
						EV/EBITDA	13.12	15.81	12.70	11.16	9.90

资料来源: 公司公告, 聚源数据, 爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888

传真：021-68728700

服务热线：956021

邮政编码：200124

邮箱：ajzq@ajzq.com

网址：http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

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 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

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
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	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
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。