

莫道红海无新意，化而为霞映满天

——伊利的红利价值重估与成长再发现

公司评级：增持（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-6.7%	-4.9%	-30.5%
绝对收益	-3.1%	0.0%	-3.0%

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：张弛

证书编号：S0500525110001

Tel: 17621838100

Email: zc08241@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 公司逻辑：下有股息率保底，中有液奶基本盘，上有第二增长曲线

短期逻辑：分红盈利双优，周期拐点将至。高分红承诺提供高安全边际，盈利能力修复超出预期。宏观弱环境下高股息吸引众多投资者，公司强经营能力使营业总成本降低；液奶业务至暗时刻已过，即将迎来低基数+低库存双重利好且周期行业周期拐点将至，伊利获益将更进一步。

长期逻辑：战略升级，多元驱动高质增利。务实定调高质量增长，实现利润增速快于营收；平台化战略驱动第二增长曲线，液态奶稳居龙头基本盘；规模与渠道壁垒难以撼动，伊利整合全球奶源与研发资源，叠加全产业链数智化转型降本增效，精细化管理护航企业长期高质发展。

□ 公司业务拆分

业务边际变化。公司聚焦多元化升级重点布局新增长领域。功能营养品、乳品深加工及非乳赛道，加速业务多元化升级。

公司盈利方式。公司的盈利模式本质上是靠管理赚钱，技术也是实现盈利的必要因素。成本与渠道的管控使净利率领先于对手；技术上，突破瓶颈，构建产品壁垒，获取超额收益。

分板块业务情况。公司业务主要分为液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品三大板块，均稳居行业第一，协同发力支撑增长。液体乳，奶粉及奶制品，冷饮业务持续领跑行业，多项经典、创新产品靠渠道拓展和创新实现稳健增长。

□ 不同于市场的观点

我们认为公司虽处于成熟行业，但仍然具备成长性。原因如下：

乳制品行业进入成熟期，将带来竞争模式转变。由依赖份额提升转向产品高端化升级，由大面积铺货转向渠道精耕细作、由品牌百花齐放转向品牌集中度提升。

行业结构性机会显现，虽然乳制品大盘趋稳，但结构性机会依然存在。无论是品类升级，特需食品的研发所需的研发开支、技术实力，还是渠道下沉所需的规模优势，均指向了乳品企业“强者恒强”的发展趋势。

原奶价格变化，利好头部乳企。原奶价格回升，缓解行业价格战，利好行业利润率修复，并有利于头部乳企稳固市场份额

□ 投资建议

我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 1189.9/1250.4/1302.6 亿元，同比分别+2.8%/+5.1%/+4.2%，同期归母净利润分别为 113/125.3/134.4 亿元，同比分别+27.9%/+10.9%/+7.2%，同期公司 EPS 分别为 1.79/1.98/2.12 元。公司高股息提供买入的安全边际，奶价复苏、竞争格局优化及公司新品类开拓打开增长的天花板。综上所述，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

□ 风险提示

消费复苏不及预期，原奶价格波动，市场竞争格局恶化，食品安全风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	115779.55	118990.67	125039.34	130261.58
同比	-8.24%	2.77%	5.08%	4.18%
净利润	8839.10	11304.31	12533.80	13440.13
同比	-18.53%	27.89%	10.88%	7.23%
毛利率	34.10%	34.45%	34.69%	34.86%
ROE	16.57%	20.57%	21.50%	21.84%
每股收益 (元)	1.40	1.79	1.98	2.12
PE	19.81	15.49	13.97	13.03
EV/EBITDA	15.25	12.06	11.05	10.29

资料来源：ifind、湘财证券研究所

正文目录

1 公司核心逻辑	3
1.1 短期逻辑	3
1.2 长期逻辑	6
2 公司业务拆分	7
2.1 业务边际变化	7
2.2 公司盈利方式	8
2.3 分板块业务情况	11
3 潜在催化	14
3.1 险资入市，伊利有望受益.....	14
3.2 奶价企稳，经营性减值损失预计显著减少.....	15
3.3 2026 年值得关注的催化事件.....	16
4 不同于市场的观点	17
5 盈利预测与投资建议	17
5.1 关键假设	17
5.2 可比公司估值	19
5.3 投资建议	19
6 风险提示	19

图表目录

图 1 2025 年公司减值关键项较 2024 年显著好转（单位：亿元）	3
图 2 伊利在 24Q2 为了去库存工作，营收增速有一定牺牲	4
图 3 生鲜乳价格触底回升	4
图 4 中国奶牛存栏数温和下降（万头）	5
图 5 在奶价上行期，伊利营收增速的中枢整体上移	5
图 6 公司销售净利率稳步提升	6
图 7 中国及全球奶酪产量快速增长（全球数据为右轴）	7
图 8 中国黄油进口量持续攀升（单位：吨）	8
图 9 乳制品行业公司毛利率对比	9
图 10 乳制品行业公司期间费用率对比	9
图 11 伊利研发费用显著高于可比公司	10
图 12 伊利净利率领先于多数可比公司	10
图 13 液体乳业务对公司 2024 年总营收贡献约 65%	11
图 14 伊利在液奶业务建立了强大的产品矩阵	12
图 15 伊利液体乳业务收入及毛利润	12
图 16 公司三大业务 2020-2024 年营收增速对比	13
图 17 2025Q2 后险资持对伊利的持股显著增加	15
图 18 2025Q2 后伊利股本中险资持仓占比提升显著	15
图 19 原奶价格降幅有所收窄（单位：%）	16
表 1 公司主营业务拆分及收入利润预测明细	18
表 2 可比公司估值对比	19

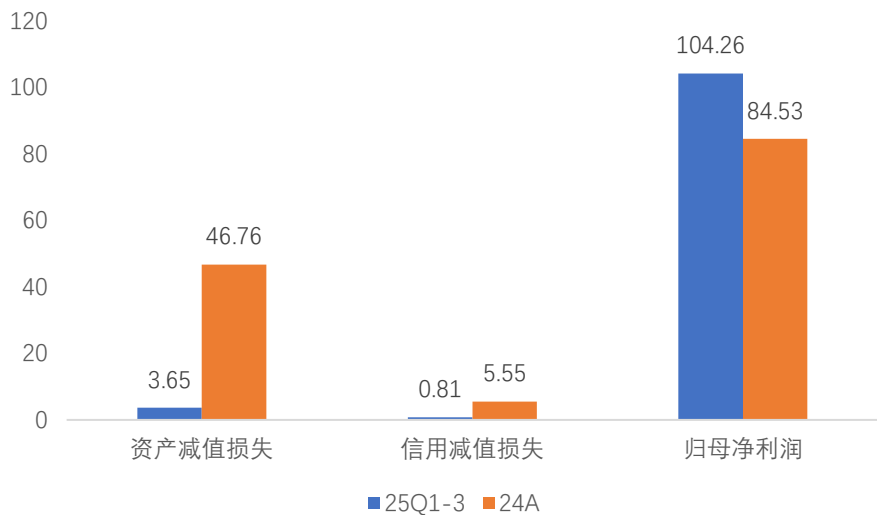
1 公司核心逻辑

1.1 短期逻辑

高分红承诺提供高安全边际:根据公司 2025-2027 年股东回报规划的相关公告,公司计划 2025-2027 年每年现金分红比例不低于 75%,且每股分红不低于 1.22 元。按报告日股价计算,股息率超过 4%,在当前低利率背景下具备吸引力,并为股价提供强有力的安全边际,吸引长线价值投资者。

盈利能力修复超预期:尽管宏观消费环境偏弱,公司 2025 年前三季度扣非归母净利润仍实现 101.03 亿元,同比增长 18.7%,显示出强大的经营韧性和费用管控能力。随着原奶价格企稳,此前因喷粉及产业链支持产生的大额资产与信用减值损失有望大幅收窄,进一步释放利润弹性。

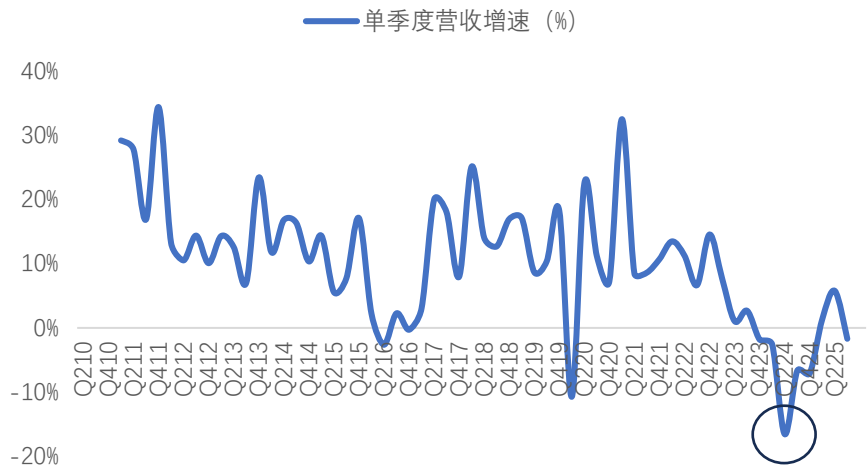
图 1 2025 年公司减值关键项较 2024 年显著好转 (单位:亿元)



资料来源: ifind、湘财证券研究所

液奶业务至暗时刻已过,即将迎来低基数+低库存双重利好:24 年上半年,公司以巨大的勇气开展去库存工作,我们预期该工作对于公司的库存去化有显著性影响,可能带来相对健康的库存水平。在“当前低库存、往期低基数”的背景下,我们对 2025Q4 及 2026 年公司液奶业务展望更加乐观。在节奏上,考虑到 2026 年春节较晚,旺季备货预计集中在 2026Q1 而非 2025Q4,我们预计 2026 年 Q1、Q3 在动销端有较好表现(春节、中秋/国庆双节所在的两个季度)。

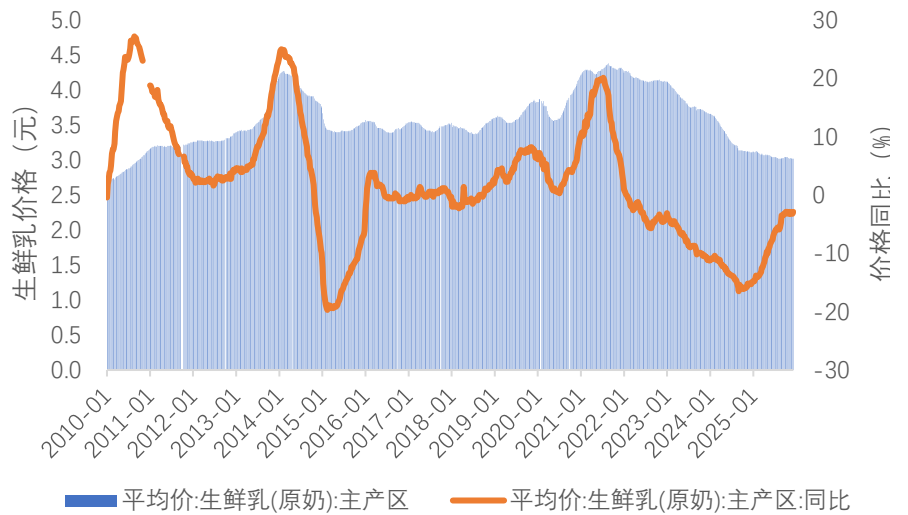
图 2 伊利在 24Q2 为了去库存工作，营收增速有一定牺牲



资料来源：ifind、湘财证券研究所

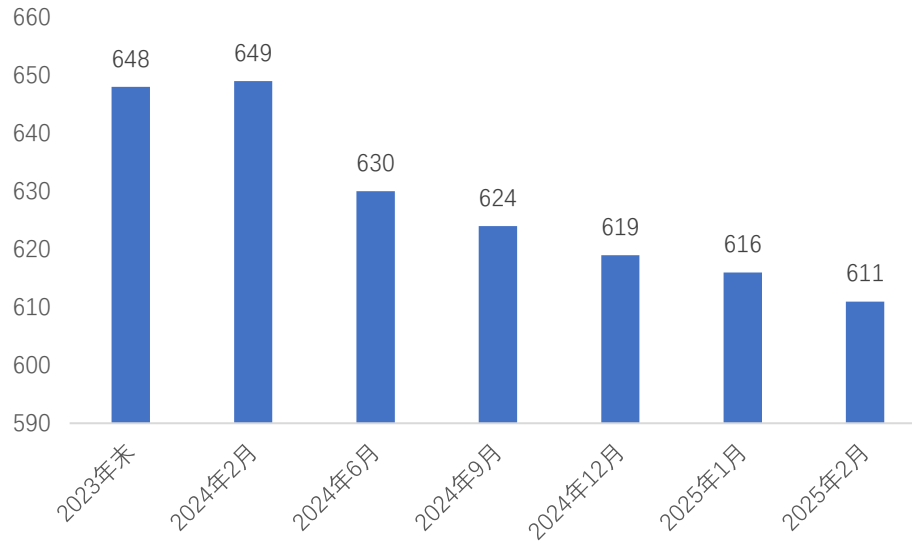
行业周期拐点将至，伊利有望获益：原奶价格已处于周期底部，上游奶牛产能在持续去化。2026 年行业供需关系或有望渐趋平衡甚至迎来拐点。作为行业龙头，公司或将率先受益于成本压力缓解和竞争格局的改善。

图 3 生鲜乳价格触底回升



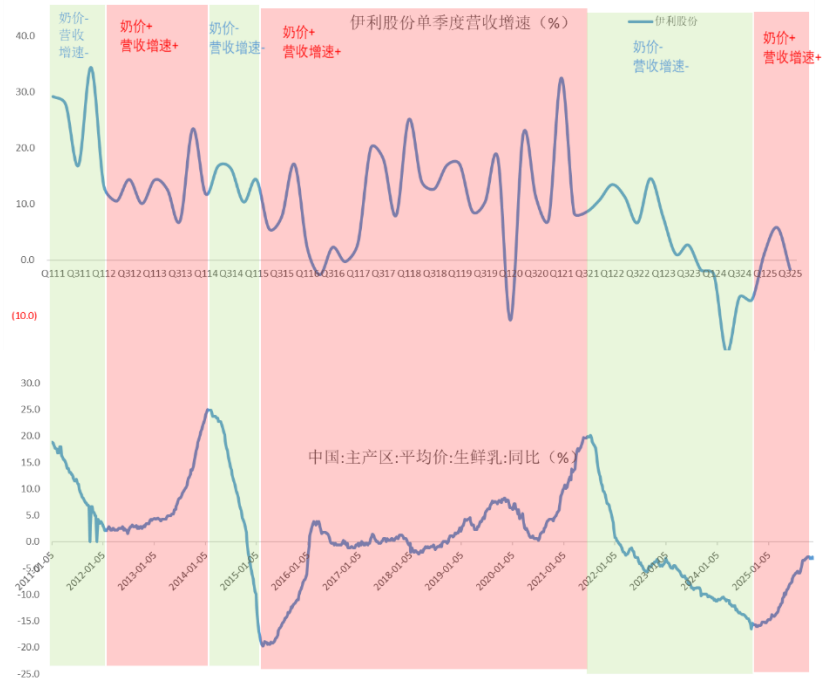
资料来源：ifind、湘财证券研究所

图 4 中国奶牛存栏数温和下降（万头）



资料来源：观研天下、湘财证券研究所

图 5 在奶价上行期，伊利营收增速的中枢整体上移

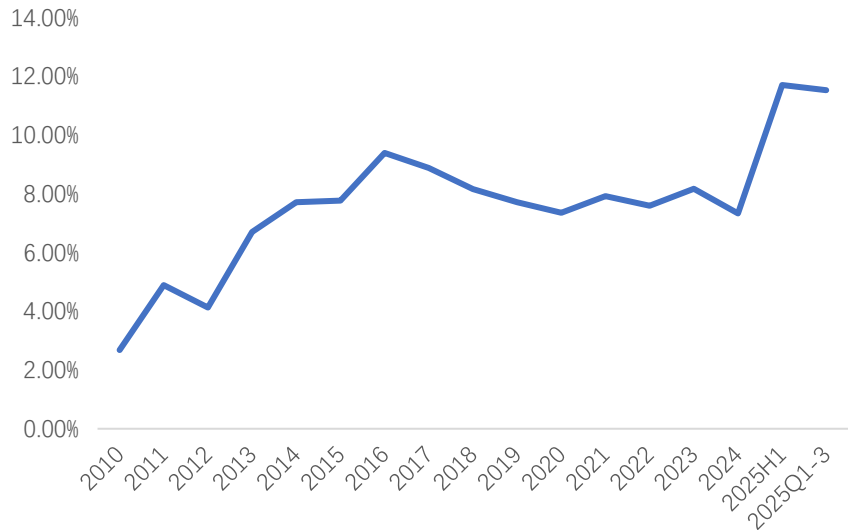


资料来源：ifind、湘财证券研究所

1.2 长期逻辑

务实定调高质量增长，利润增速快于营收：（根据搜狐新闻），公司制定未来 5 年战略，目标收入增速高于 GDP 及行业平均水平。同时不再单纯追求规模，而是通过结构优化将净利率稳定在 9% 以上。

图 6 公司销售净利率稳步提升



资料来源：ifind、湘财证券研究所

平台化战略驱动的第二增长曲线：公司已从单一的液态奶企业发展为平台型健康食品巨头，正在重点发力乳品深加工及功能性营养品。根据新浪新闻，公司计划 5 年内国内深加工营收达到百亿级别，实现高附加值原料的国产替代。液态奶业务作为基本盘，市场份额稳居龙头位置。更重要的是，以奶粉及奶制品为代表的第二增长曲线正强劲发力，根据 ifind，公司 2025 年上半年奶粉及奶制品业务营收同比增长 14.26%，（据尼尔森与星图统计）其中婴幼儿配方奶粉零售额市场份额已跃居全国第一，成人奶粉份额亦稳居第一。公司明确将功能营养品和高附加值深加工作为未来核心增量，有望进一步优化产品结构，提升整体盈利能力。

难以撼动的规模与渠道壁垒：数量庞大、深度下沉的销售网点构筑强大渠道护城河。公司通过“织网计划”建立了覆盖全国的销售网点的深度分销体系，对终端的掌控力远超对手。同时，公司通过“全球织网”整合了亚洲、欧洲、大洋洲的优质奶源和研发资源，建立了遍及全球的生产基地。强大的品牌力、渠道力与全球供应链构成了其核心壁垒，使其在行业下行期表现出更强的韧性，并能在复苏期快速抢占份额。

管理精细化，高质量发展：公司战略已从过去的“份额优先”转向“利

润优先”和高质量发展。通过全产业链的数智化转型，公司在研发、生产、供应链和营销等各环节持续降本增效。精细化管理能力是公司在成熟行业中持续提升盈利能力和股东回报的关键。

2 公司业务拆分

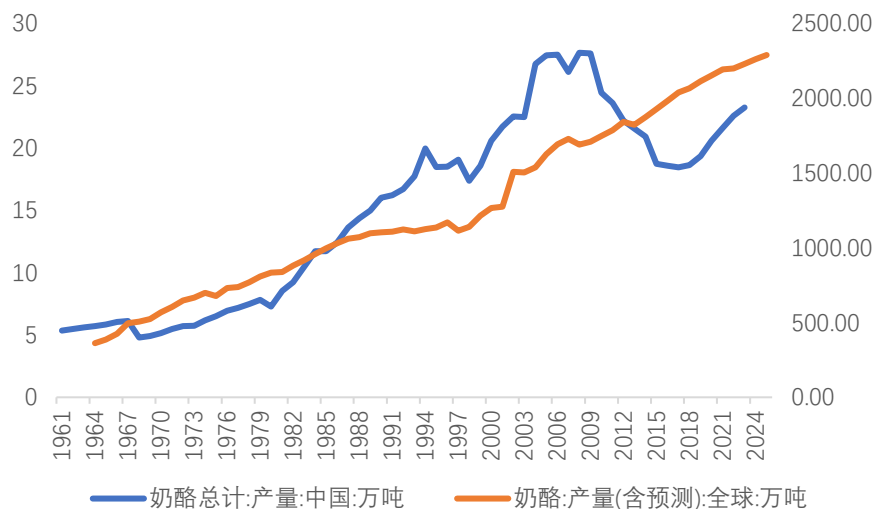
2.1 业务边际变化

公司正积极推动业务结构的多元化升级，重点布局新增长领域：

功能营养品：公司正将成人营养品业务从传统的成人奶粉，向特医食品、功能保健品等更高附加值的赛道延伸，优先布局益生菌和蛋白质补充剂领域。2025 年上半年，公司与北京同仁堂战略合作，推出多款“药食同源”理念产品，（据腾讯新闻）公司成人营养品整体营收实现双位数增长。

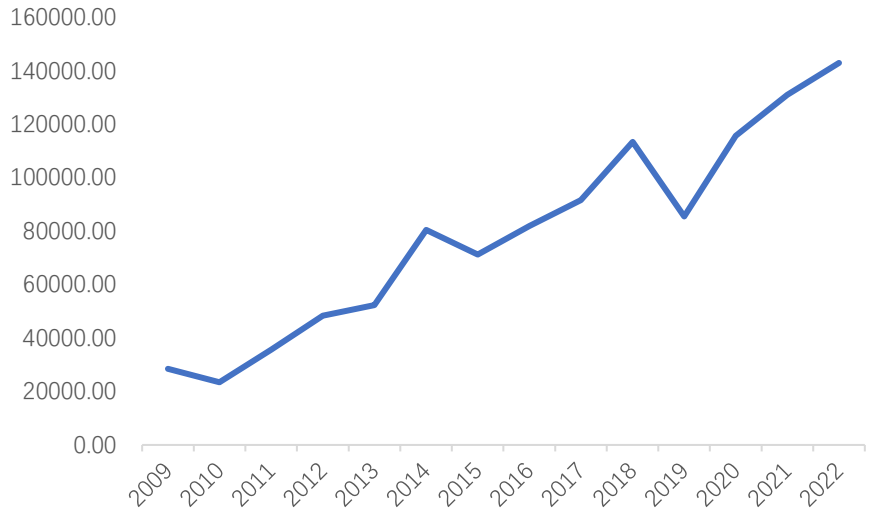
乳品深加工：公司抓住乳制品消费从“喝奶”到“吃奶”的转型趋势，系统布局乳脂、奶酪等深加工品类，目标是实现关键原料的国产替代，并切入烘焙、茶饮等 B 端赛道。（据新浪财经），公司规划 5-10 年内深加工业务达到百亿规模。（据同花顺财经、中国证券报）2025 年上半年，面向餐饮客户的奶酪、乳脂业务营收同比增长 20% 以上。公司重点发展的深加工业务市场前景广阔，行业空间持续增长：中国奶酪产量由 2018 年的 18.6 万吨增至 2023 年的 23.3 万吨，黄油产品进口量由 2013 年的 5.2 万吨攀升至 2022 年的 14.3 万吨，10 年 CAGR 达 12%，具备充足的国产替代空间。

图 7 中国及全球奶酪产量快速增长（全球数据为右轴）



资料来源：联合国粮农组织、美国农业部、ifind、湘财证券研究所

图 8 中国黄油进口量持续攀升（单位：吨）



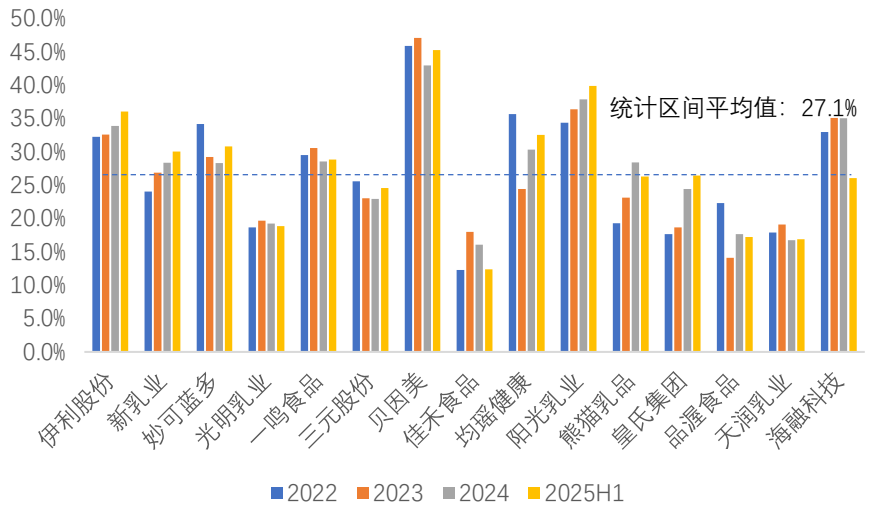
资料来源：中国奶业年鉴、ifind、湘财证券研究所

非乳业务探索：公司持续孵化包装茶饮和矿泉水新业务，（据“小食代”）2025 年上半年水饮业务实现营收双位数增长。

2.2 公司盈利方式

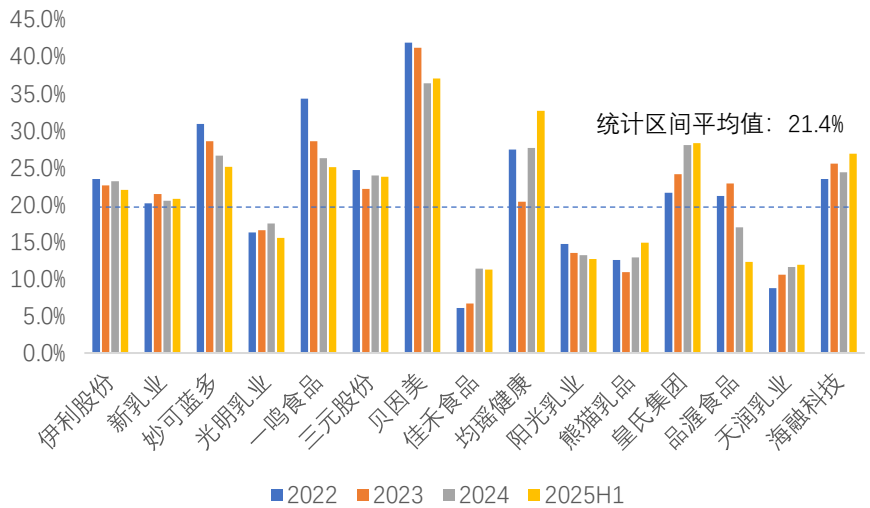
公司的盈利模式本质上是靠管理赚钱。作为行业龙头，公司在品牌、渠道、供应链等方面具备显著的规模效应。通过精细化的成本费用管控、高效的渠道管理和强大的上游议价能力，公司能够在竞争激烈的市场中维持优于同行的盈利水平。虽然公司毛利率并非行业最高，但其卓越的费用控制能力使得净利率领先于主要竞争对手。同时，**公司也靠技术赚钱**，尤其是在婴配粉等高附加值领域，通过持续的研发投入（如母乳研究）构建产品壁垒，获取超额收益。

图9 乳制品行业公司毛利率对比



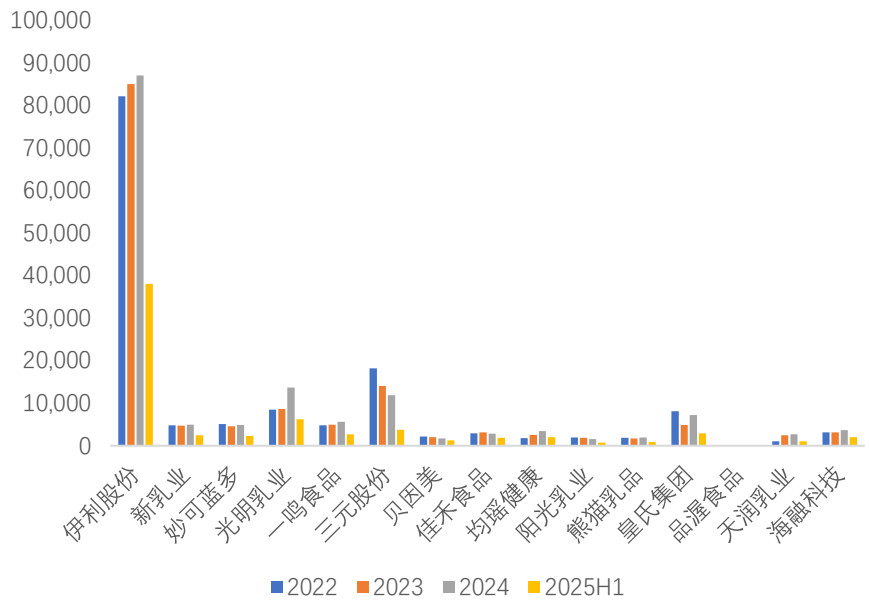
资料来源：ifind、湘财证券研究所

图10 乳制品行业公司期间费用率对比



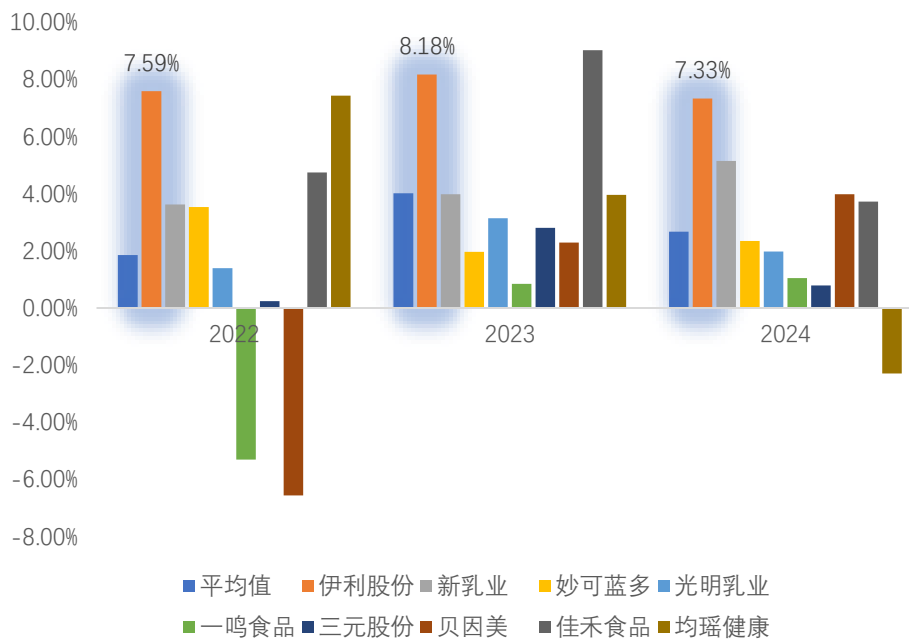
资料来源：ifind、湘财证券研究所

图 11 伊利研发费用显著高于可比公司



资料来源：ifind、湘财证券研究所

图 12 伊利净利率领先于多数可比公司



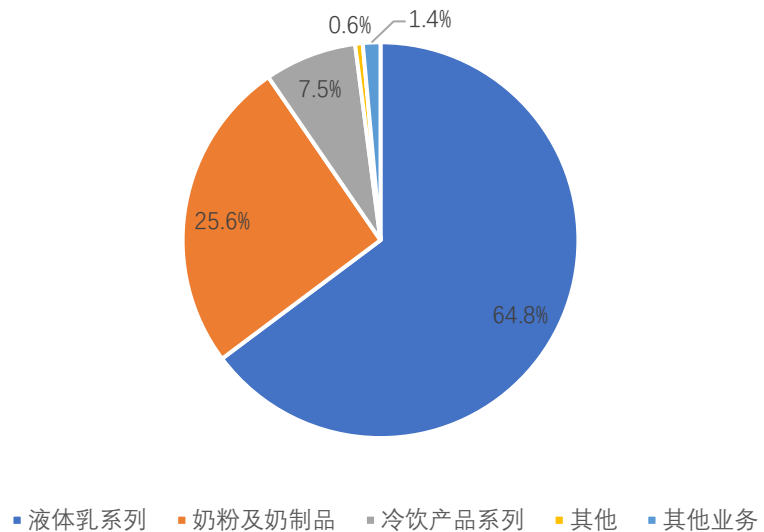
资料来源：ifind、湘财证券研究所

2.3 分板块业务情况

公司业务主要分为液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品三大板块。

液体乳：当前收入占比最大的业务。作为公司的基本盘和现金牛业务，市场份额稳居行业第一。近年来受宏观环境影响增速放缓，但通过产品创新（如“安慕希”益生菌爆珠酸奶、“金典”鲜活纯牛奶）和渠道精耕，表现仍优于行业。

图 13 液体乳业务对公司 2024 年总营收贡献约 65%



资料来源：ifind、湘财证券研究所

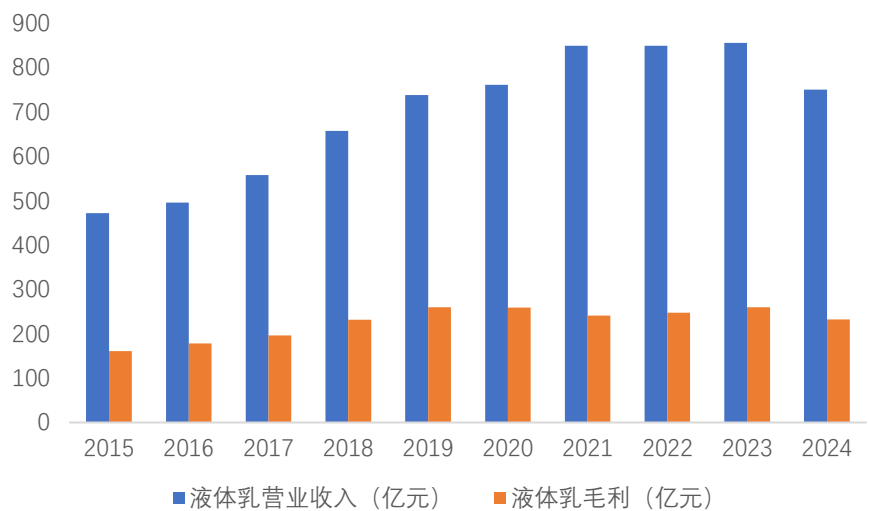
液体乳是公司营收及利润的基石，持续稳健增长。近 10 年来，除 2024 年出现小幅下滑外（主因去库存、外部消费环境偏弱及原奶价格下降），整体上表现良好。公司在液体乳板块建立了强大的产品矩阵，覆盖了从大众到高端再到功能性产品的各个细分品类。在基础款产品通过“伊利”品牌的基础白奶广泛覆盖，奠定量的基础；在高端化升级产品通过“金典”卡位，与竞对“特仑苏”产品对位竞争；在面对乳糖不耐受客群的细分市场通过领先推出的“舒化”品牌乳糖水解型功能奶实现差异化竞争。通过健全完备的产品矩阵、多角度全覆盖的打法、先发优势+持续积累奠定的规模效应，公司在液奶（尤其是常温液奶这一最主要赛道）建立了护城河。

图 14 伊利在液奶业务建立了强大的产品矩阵



资料来源：公司官网、湘财证券研究所

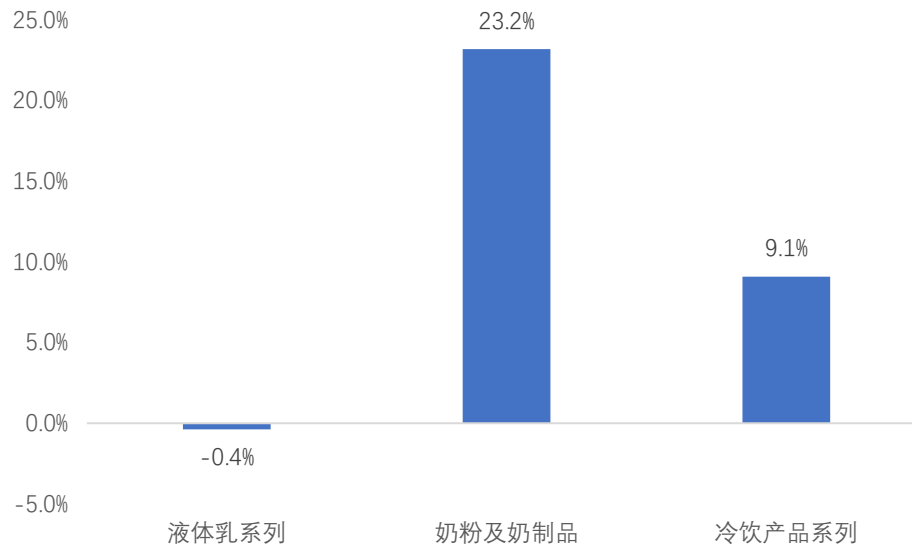
图 15 伊利液体乳业务收入及毛利润



资料来源：ifind、湘财证券研究所

奶粉及奶制品：过去三年增速最快、毛利率最高的业务。是公司目前的核心增长引擎。(据 ifind) 2025 年上半年，该业务营收同比增长 14.26%，毛利率约为 44.1%。其中，婴幼儿配方奶粉业务已跃居市场份额第一，成人奶粉业务持续稳居第一，面向 B 端的奶酪、乳脂业务也实现高速增长。

图 16 公司三大业务 2020-2024 年营收增速对比



资料来源：ifind、湘财证券研究所

在奶粉业务中超越了其主要竞对，伊利做对了什么？

1. 合理利用自身优势，并购实现跨越式发展。相比飞鹤、君乐宝等奶粉业务核心竞对，飞鹤的一大核心优势是其规模更大、国企身份带来的融资成本更低。伊利收购澳优乳业，获得了佳贝艾特这一全球羊奶粉领导品牌，补齐了伊利的高端产品线，帮助公司在 2025H1 实现婴配粉市占率 18.1%，同比提升 1.3 个百分点，跃居中国市场第一（据尼尔森与星图第三方零研数据的口径）。

2. “牛羊并举” + “全生命周期”覆盖。伊利没有局限于牛奶粉市场及婴配粉市场。在品类端依托自有品牌“悠滋小羊”+收购品牌“佳贝艾特”，实现羊奶粉赛道的快速覆盖和良好发展。在客群方面，公司的产品线覆盖从婴幼儿、儿童、学生到成人、中老年的全生命周期。2025 年上半年，其成人奶粉市场份额已达 26.1%，稳居第一；学生奶粉营收也增长超 20%（据 Donews）。

3. 深耕渠道与生态建设。伊利没有停留在传统铺货，而是通过领蓓汇母婴生态平台，将线上线下的服务与销售深度融合，零距离触达消费者。

冷饮产品：常年稳居市场第一的优势业务。（据 ifind）2025 年上半年公司冷饮业务的营收同比增长 12.39%，通过持续的产品创新（如“巧乐兹”芋泥糯兹兹雪糕）和渠道拓展，保持了稳健增长。

3 潜在催化

3.1 险资入市，伊利有望受益

保险行业新政策，放宽了保险资金入市的要求，鼓励险资投资权益市场。保险公司长久期的投资特性决定了其投资风格——更加偏好高股息、低估值、经营稳健、长期主义的公司，在股价短期疲弱时的耐心也更强，是中国市场典型的“耐心资本”。伊利的股息率、估值、历史经营业绩等均与险资完美适配。险资新政下有望释放千亿级的增量资金入市，将是伊利股价的有力支撑。

2025 年重磅政策频出，支持险资入市。（据中国政府网）2025 年 4 月国家金融监管总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，直接放宽了险资投资权益类资产的上限。根据保险公司偿付能力充足率分档，最高上限可达公司总资产的 50%，有望释放数千亿增量资金入市。

（据国家金融监督管理总局）2025 年 12 月金监局再次发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，对保险公司长期持有的沪深 300、科创板等成分股，下调其风险因子。风险因子是保险公司对外投资时所占用自有资本金的权重系数，该通知鼓励险资拉长持仓时间、投向沪深 300 成分股、中证红利低波动 1000 指数成分股，并进一步放宽了险资入市的门槛。

增量险资入市，伊利有望直接受益。

纯固收资产不足，红利类资产成险资投资重点方向。险资持仓偏好长久期、回报稳定、确定性强的资产，非标债权曾长期为典型的险资偏好资产。资管新规后，非标受到严格约束，城投、地产类信用债顺势成为险资重要投资方向。2024-2025 年，超长期国债也是险资的重要投向之一。随着险资负债端的增加、纯固收资产收益率的下行，险资迫切需要满足自身风险偏好、久期偏好和收益率预期的资产，红利股成为最符合险资口味的方向。

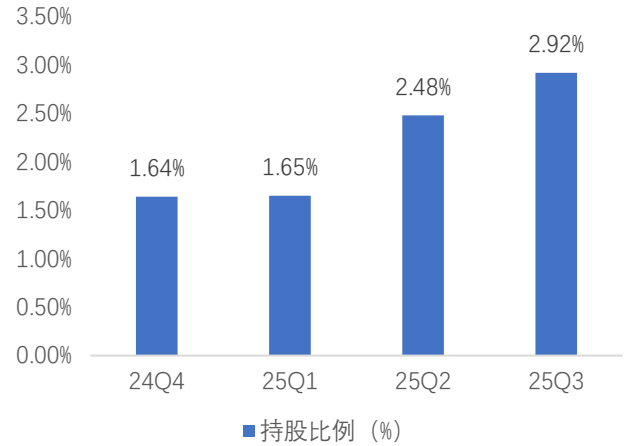
在红利资产中，伊利的险资持仓占比不高，提升空间大，且 2025 年已经在显著增长。银行是红利股的典型代表，但很多银行的保险持仓仓位已经较高，而伊利的保险持仓占比在 2025Q4 末仍不足 2%，具有较大提升潜力。2025 年鼓励险资入市的政策推出以来，伊利的股本中险资持仓占比已经在显著提升。我们预计随着伊利在 2025 年底至 2026H1 经营企稳的基本面在报表层面验证，险资对伊利的持仓还会进一步提升，且将作为伊利的“价投型”股东，长期支持伊利市值。

图 17 2025Q2 后险资持对伊利的持股显著增加



资料来源：ifind、湘财证券研究所

图 18 2025Q2 后伊利股本中险资持仓占比提升显著



资料来源：ifind、湘财证券研究所

在红利股中，伊利的确定性也较强。伊利的经营模式不需要太多资本开支，中国乳业进入成熟期，未来以维护性开支为主。伊利是少数对于收入业绩、分红比例、股息率等关键指标与市场交流较为充分、积极；也是少数就分红和增长情况给出明确指引的公司，这种良好的投资者交流方式有助于投资者较好地跟踪公司情况，稳定投资者信心。

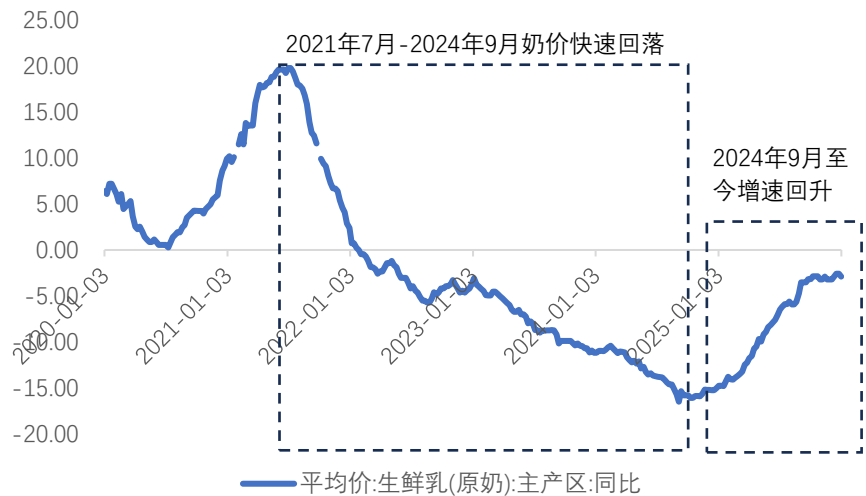
3.2 奶价企稳，经营性减值损失预计显著减少

2024 年大量减值严重侵蚀利润。(据 ifind) 2024 年伊利计提了大量经营性损益，主要科目包括资产减值损失约 47 亿元、信用减值损失约 6 亿元，而当年的扣非归母净利润仅 60 亿元，同比下滑约 40%。上述减值有约 42 亿元计入了 2024Q4 报表，因此在 2025Q4 如果不发生超预期的大额减值，在低基数下预计会有较好的增长。

2024 年减值主要因为什么？奶价是核心动因。做进一步拆分，(据 ifind) 公司 2024 年的 47 亿元资产减值中，商誉减值约 31 亿元，主要为对澳优的商誉减值。存货跌价损失及合同履行成本减值损失约 12 亿元，为核心减值科目，预计主要为大包粉等，主因原奶价格快速回落，公司部分存货的可变现价值低于成本。6 亿元信用减值中，主要是保理风险准备，担保类、小贷类、应收类的减值损失。我们判断这主要来自公司产业链上下游的信用减值损失，其中上游为主，背后原因依然是奶价快速降低，牧场端损失较大，无力按时足额偿还融资款。

2025Q4、2026 年是否还有减值？我们认为将大幅减少。信用减值部分：奶价增速下行最快为 2021 年 7 月-2024 年 9 月，随后尽管同比仍未转正，但降幅已经持续收窄，行业最为艰难的时间即将过去。我们认为相关减值项在 2025 年、2026 年会有持续好转，并在盈利预测中做了相应体现。其中 2025Q4 我们预计仍会有部分减值，但较 24 年有较大的好转。**商誉减值部分：**在 2024 年对澳优进行大额商誉减值后，公司商誉总额由 2023 年底的 52 亿显著降低至 2024 年的 23 亿（据 ifind），我们认为这种幅度的减值对于出生率下降、婴配粉行业受损的影响计提相对充分，在短期内预计不会再有减值。

图 19 原奶价格降幅有所收窄（单位：%）



资料来源：ifind、湘财证券研究所

3.3 2026 年值得关注的催化事件

2026 年 1 月关注春节旺季动销：春节是乳制品传统销售旺季，其动销数据将是验证消费需求是否回暖的关键指标。若数据向好，将催化市场对公司全年业绩的乐观预期。

2026 年 Q1-Q2 关注原奶价格走势明朗化：市场预期原奶价格将在 2026 年触底企稳。若价格如期回升，将改善行业竞争格局，降低公司成本压力，直接利好公司毛利率和净利率。

2026 年 4 月底关注公司业绩披露：审视公司在战略转型元年的业绩兑现情况，特别是液态奶业务的复苏进度和新业务的增长贡献，是验证公司新五年规划开局成效的重要节点。

2026 年全年关注深加工产线产能爬坡及新品上市：公司在国内的深加工

产线在 2026 年的产能爬坡及新品（如软质奶酪、乳铁蛋白等）市场表现，将是验证其第二增长曲线逻辑的关键。

4 不同于市场的观点

部分市场观点认为：乳制品行业高速增长期已过，行业增速放缓并进入成熟期，行业龙头公司缺乏成长性。我们认为公司在当前仍然具备成长性，主要基于以下观点：

1. 乳制品行业进入成熟期，将带来竞争模式转变：由依赖份额提升转向产品高端化升级、由“大水漫灌”式铺货转向渠道精耕细作、由品牌百花齐放转向品牌集中度提升，无论哪一种转变发生，都利好行业头部乳企。

2. 结构性机会显现：虽然乳制品大盘趋稳，但结构性机会依然存在。一是**品类升级：**低温奶以及“两油一酪”（奶油、黄油、奶酪）为代表的乳品深加工产品渗透率远低于发达经济体，存在巨大的提升空间；二是**人群细分：**针对“一老一小”的功能性营养品（如成人奶粉、特医食品）需求快速增长；三是**渠道下沉：**县乡镇等下沉市场的人均消费量仍有较大提升潜力。而其中无论是品类升级，特需食品的研发所需的研发开支、技术实力，还是渠道下沉所需的规模优势，均指向了乳品企业“强者恒强”的发展趋势。

3. 原奶价格变化，利好头部乳企。上游原奶价格自 2021 年持续下行，导致牧场亏损并加速产能出清。随着奶牛存栏量下降，2026 年行业供需有望渐趋平衡，带来奶价价格企稳回升，这将缓解行业价格战，利好行业利润率修复，并有利于头部乳企稳固市场份额（因其更看重大单品价盘，对降价抢份额的意愿一般低于中小乳企）。

5 盈利预测与投资建议

5.1 关键假设

1. 液奶业务 2025 年微降，2026 年恢复性增长。2025H1 公司液奶业务因去库存工作出现收入下滑，我们预计 2025H2 受益于去库存工作基本完成，收入增速边际转好，但因外部消费环境、原奶价格低位等原因，在 2024 年相对较低基数的基础上并不会出现显著增长。2026 年受益于较低的库存水平、原奶价格企稳或回升、外部消费环境复苏等因素，原奶业务的量价均有微增，带动该业务收入恢复性增长。原奶价格的波动对毛利率有小幅影响，但受益于营收增长，预测 2026 年液奶业务的毛利润仍能维持正增长。

2.奶粉及奶制品业务增速较高，在营收的贡献提升。该项业务在近几年保持着较好的增长势头，预计主要受益于公司在婴配粉、儿童奶粉、成人奶粉等领域全面开花，皆创造了良好的成绩。此外，公司高度重视乳制品深加工业务，在投资者日多次提及相应规划。我们认为奶酪、奶油等深加工乳制品在中国的渗透率仍较低，具有非常广阔的发展空间，在该项具有显著潜力的赛道中，伊利无疑是具有多项综合竞争优势的参与制。

表 1 公司主营业务拆分及收入利润预测明细

分业务	科目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
液体乳	收入 (亿元)	855.40	750.03	738.81	753.65	766.50
	YOY	0.72%	-12.3%	-1.5%	2.0%	1.7%
	收入占比	68.73%	65.7%	63.0%	61.1%	59.7%
	成本 (亿元)	595.66	517.70	509.75	520.85	530.62
	YOY	-1.05%	-13.09%	-1.54%	2.18%	1.88%
	毛利润 (亿元)	259.74	232.32	229.06	232.80	235.88
	YOY	5.05%	-10.55%	-1.40%	1.63%	1.32%
	毛利率	30.36%	30.98%	31.00%	30.89%	30.77%
奶粉及奶制品	收入 (亿元)	275.98	296.75	330.70	368.50	398.63
	YOY	5.10%	7.53%	11.44%	11.43%	8.18%
	收入占比	22.17%	26.0%	28.2%	29.9%	31.0%
	成本 (亿元)	170.72	175.03	193.80	214.48	230.89
	YOY	10.31%	2.53%	10.72%	10.67%	7.65%
	毛利润 (亿元)	105.26	121.72	136.90	154.02	167.74
	YOY	-2.38%	15.64%	12.47%	12.51%	8.91%
	毛利率	38.14%	41.02%	41.40%	41.80%	42.08%
冷饮	收入 (亿元)	106.88	87.21	96.89	103.77	111.14
	YOY	11.7%	-18.4%	11.1%	7.1%	7.1%
	收入占比	11.2%	9.1%	10.2%	10.9%	11.7%
	成本 (亿元)	65.79	54.58	60.36	64.41	68.61
	YOY	11.77%	-17.04%	10.59%	6.71%	6.52%
	毛利润	41.09	32.63	36.53	39.36	42.53
	YOY	11.63%	-20.58%	11.96%	7.74%	8.04%
	毛利率	38.44%	37.42%	37.71%	37.93%	38.27%
其他主营业务	收入 (亿元)	6.34	7.22	7.07	7.21	7.36
	YOY	60.51%	13.82%	-2.00%	2.00%	2.00%
	收入占比	0.51%	0.63%	0.60%	0.58%	0.57%
	成本 (亿元)	5.18	5.52	5.66	5.96	6.16
	YOY	67.10%	6.50%	2.61%	5.23%	3.42%
	毛利润	1.16	1.70	1.41	1.26	1.20
	YOY	18.30%	23.55%	19.96%	17.42%	16.27%
	毛利率	18.30%	23.55%	19.96%	17.42%	16.27%
主营业务收入合计 (亿元)		1,244.60	1,141.21	1,173.48	1,233.13	1,284.63
主营业务成本合计 (亿元)		837.35	752.83	769.57	805.69	837.28

资料来源：ifind、湘财证券研究所

5.2 可比公司估值

我们在 A 股申万乳制品行业中选取与公司业务相似、具有可比性的部分公司，并剔除业绩亏损（导致估值极值）公司，最终选取新乳业、妙可蓝多、光明乳业、三元股份、佳禾食品、熊猫乳品、天润乳业等公司作为可比公司。可比公司 25E-27E 的盈利预测一致预期对应的 PE 均值分别为 44.7X/27.4X/23.1X。伊利作为行业龙头，在未来可能仍具备一定成长性且分红意愿较强、历史分红较强的背景下，其估值水平显著低于可比公司。

表 2 可比公司估值对比

公司	25E EPS	26E EPS	27E EPS	PE-ttm	PE 25E	PE 26E	PE 27E
伊利股份	1.79	1.98	2.12	21.9	15.5	14.0	13.0
新乳业	0.82	0.97	1.12	23.4	22.8	19.2	16.6
妙可蓝多	0.46	0.66	0.88	62.0	54.1	37.9	28.4
光明乳业	0.35	0.39	0.44	16.3	23.2	20.9	18.7
三元股份	0.08	0.11	0.12	42.3	69.9	49.9	42.8
熊猫乳品	0.81	0.94	1.07	35.7	34.4	29.6	26.0
天润乳业	0.11	0.49	0.63	291.0	93.2	20.5	15.9
可比公司均值	0.63	0.79	0.91	70.4	44.7	27.4	23.1

资料来源：ifind、湘财证券研究所

注：伊利采用我们的预测数，其他可比公司数据采用 ifind 一致预期，数据截至报告日最新收盘价。

5.3 投资建议

我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 1189.9/1250.4/1302.6 亿元，同比分别+2.8%/+5.1%/+4.2%，同期归母净利润分别为 113/125.3/134.4 亿元，同比分别+27.9%/+10.9%/+7.2%，同期公司 EPS 分别为 1.79/1.98/2.12 元。公司高股息提供买入的安全边际，奶价复苏、竞争格局优化及公司新品类开拓打开增长的天花板。综上所述，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

6 风险提示

消费复苏不及预期。液体乳业务是公司的基本盘，其中常温奶是重中之

重。经济复苏不利可能降低人们的消费意愿，影响液奶行业整体的消费量。我们测算若外部环境致液体乳销量增速较预测值下降 1pct，将导致 26E 公司营收较原始预测值下降 0.6%，归母净利润较原始预测值下降 0.4%。

原奶价格波动。原奶价格的下降可能导致行业竞争格局恶化，并可能给公司带来存货、商誉等资产减值损失。以 2024 年为例，公司归母净利润约 85 亿元，而计提的资产减值损失高达 47 亿元（据 ifind）。

市场竞争格局恶化，食品安全风险。

附表 财务报表预测和估值数据汇总 (单位: 百万元, %)

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	43,372	25,404	36,669	40,980	42,914	营业收入	126,179	115,780	118,991	125,039	130,262
应收款项	4,980	4,431	4,532	4,602	5,191	营业成本	84,789	76,299	77,996	81,657	84,859
存货净额	12,512	10,745	12,138	12,086	12,572	营业税金及附加	733	733	690	750	782
其他流动资产	8,492	26,039	14,007	16,180	18,742	销售费用	22,572	21,982	22,013	23,007	23,838
流动资产合计	69,355	66,619	67,347	73,847	79,419	管理费用	6,004	5,335	5,474	5,602	5,823
固定资产及在建工程	41,238	39,320	38,791	38,150	37,434	财务费用	(153)	(592)	(486)	(723)	(851)
长期股权投资	4,408	3,992	4,321	4,240	4,185	其他费用/(-收入)	(59)	1,454	0	0	0
无形资产	4,729	4,780	5,601	5,751	6,001	营业利润	12,295	10,568	13,304	14,746	15,812
其他非流动资产	31,890	39,006	28,661	31,967	32,930	营业外净收支	(152)	(55)	(5)	0	0
非流动资产合计	82,265	87,099	77,374	80,107	80,549	利润总额	12,142	10,513	13,299	14,746	15,812
资产总计	151,620	153,718	144,720	153,955	159,968	所得税费用	1,437	1,663	1,995	2,212	2,372
短期借款	39,755	36,355	34,303	36,804	35,821	净利润	10,706	8,850	11,304	12,534	13,440
应付款项	36,034	41,982	36,213	38,960	41,593	少数股东损益	(144)	11	0	0	0
其他流动负债	1,071	11,588	4,570	5,743	7,300	归属于母公司净利润	10,850	8,839	11,304	12,534	13,440
流动负债合计	76,860	89,925	75,087	81,507	84,714	财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期借款及应付债券	15,282	4,687	7,051	6,667	6,135	盈利能力					
其他长期负债	2,158	2,099	2,032	2,096	2,076	ROE	20.9%	16.6%	20.6%	21.5%	21.8%
长期负债合计	17,440	6,786	9,083	8,763	8,211	毛利率	32.8%	34.1%	34.5%	34.7%	34.9%
负债合计	94,300	96,710	84,169	90,270	92,924	营业利润率	9.7%	9.1%	11.2%	11.8%	12.1%
股本	6,366	6,366	6,325	6,325	6,325	销售净利率	8.5%	7.6%	9.5%	10.0%	10.3%
股东权益	57,320	57,008	60,551	63,684	67,044	成长能力					
负债和股东权益总计	151,620	153,718	144,720	153,955	159,968	营业收入增长率	2.4%	-8.2%	2.8%	5.1%	4.2%
						营业利润增长率	8.5%	-14.0%	25.9%	10.8%	7.2%
现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	归母净利润增长率	9.5%	-18.5%	27.9%	10.9%	7.2%
净利润	10,706	8,850	11,304	12,534	13,440	偿债能力					
折旧摊销	4,413	4,594	2,739	2,864	2,975	资产负债率	62.2%	62.9%	58.2%	58.6%	58.1%
利息费用	(153)	(592)	(486)	(723)	(851)	流动比	0.90	0.74	0.90	0.91	0.94
其他	3,325	8,888	8,433	(2,074)	(473)	速动比	0.74	0.62	0.74	0.76	0.79
经营活动现金流	18,290	21,740	21,990	12,600	15,090	每股指标与估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资本支出	(2,276)	(85)	(2,890)	(2,827)	(3,400)	每股指标					
其他	(13,769)	(32,624)	4,289	0	0	EPS	1.72	1.40	1.79	1.98	2.12
投资活动现金流	(16,044)	(32,709)	1,399	(2,827)	(3,400)	BVPS	8.46	8.41	8.97	9.46	9.99
债务融资	16,971	(6,416)	(4,325)	3,926	319	估值					
权益融资	(7,770)	(8,304)	(7,798)	(9,389)	(10,075)	P/E	16.7	20.5	16.0	14.4	13.5
其它	(1,943)	7,442	0	0	0	P/B	3.4	3.4	3.2	3.0	2.9
筹资活动现金流	7,258	(7,278)	(12,123)	(5,462)	(9,756)	P/S	1.4	1.6	1.5	1.4	1.4
汇率变动											
现金净增加额	9,504	(18,248)	11,265	4,311	1,934						

数据来源: ifind、湘财证券研究所

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注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。