

伊利股份 (600887.SH)

乳业巨头，剑指深加工

核心观点：

- **乳业“质升”新阶段，伊利加码乳品深加工与成人营养品赛道。**2025年，伊利指出乳制品行业已全面进入以多元化、精细化需求为导向的“质升”新阶段。公司提出成为“全域营养解决方案提供者”，预期乳品深加工与成人营养品为驱动公司未来5-10年增长的双核新引擎。
- **中国乳品深加工正迎来发展新机遇，龙头乳企加速布局。**基于以下4个方面，我们认为中国乳品深加工行业正处在发展的关键阶段（1）奶酪、黄油、奶油等深加工产品在B端和C端的应用不断扩张，需求向好；（2）原奶供给过剩，奶价成本优势推动深加工业务发展；（3）中国十年的优质乳工程为发展深加工奠定原料保障；（4）2025年以来国家多次倡导发展深加工，保护国内乳品行业发展，有望加速国产替代。
- **伊利基于奶源、研发应用端的优势，预计将在乳品深加工领域实现领先。**（1）**奶源优势：**乳品深加工的开展需要综合考虑原奶质量及原奶供给稳定性，相较于中小乳企，伊利与优然牧业深度合作，拥有稳定的高质量奶源供给，且采购成本相对平滑，具备竞争优势；（2）**研发优势：**伊利牵头成立国家乳业技术创新中心，正携手针对乳品深加工的技术挑战进行突破，当前乳铁蛋白的提取已取得显著进展，预计将为伊利在研发端形成先发优势夯实深加工壁垒。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计2025-2027年伊利收入分别为1170.67/1217.21/1288.82亿元，同比分别+1.1%/+4.0%/+5.9%，归母净利润分别为106.83/111.39/125.71亿元，同比分别+26.4%/+4.3%/+12.9%，对应PE估值16/15/14倍。参考可比公司估值，考虑到伊利在乳品深加工技术上的领先优势，给予伊利股份估值溢价，给予2026年20xPE估值，对应35.2元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**食品安全风险、原奶成本波动风险、深加工产能投产不及预期风险、行业竞争加剧风险。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	126,179	115,780	117,067	121,721	128,882
增长率 (%)	2.4%	-8.2%	1.1%	4.0%	5.9%
EBITDA	17,612	17,059	18,136	18,479	20,059
归母净利润	10,429	8,453	10,683	11,139	12,571
增长率 (%)	10.6%	-18.9%	26.4%	4.3%	12.9%
EPS (元/股)	1.64	1.33	1.69	1.76	1.99
市盈率 (P/E)	16.3	22.7	16.1	15.4	13.7
ROE (%)	19.5%	15.9%	19.3%	19.4%	20.9%
EV/EBITDA	10.3	12.2	10.3	10.0	9.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

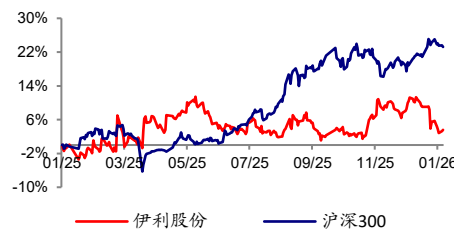
买入

当前价格	27.18元
合理价值	35.2元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-20

基本数据

总股本/流通股本 (亿股)	63.25/62.94
总市值/流通市值 (百亿元)	17.19/17.11
一年内最高/最低 (元)	30.98/26.85
30日日均成交量/成交额 (亿)	0.52/1.47
近3个月/6个月涨跌幅 (%)	0.61/-1.96

相对市场表现



分析师：

符蓉



SAC 执证号: S0260523120002

SFC CE No. BWC944



021-38003552



furong@gf.com.cn

分析师：

谌保罗



SAC 执证号: S0260525120001



0755-82298506



chenbaoluo@gf.com.cn

请注意，谌保罗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

伊利股份 (600887.SH) :业	2025-10-31
绩符合预期，发布中期分红	
伊利股份 (600887.SH) :业	2025-08-29
绩超预期，龙头价值凸显	
伊利股份 (600887.SH) :减	2025-04-30
值落地，业绩超预期改善	

目录索引

一、伊利：乳业发展新阶段，致力于成为全域营养解决方案提供者	5
（一）历史复盘：乳业巨头，行稳致远	5
（二）展望未来，乳品深加工、成人营养品被视为公司新的增长级	9
二、中国乳制品深加工迎来发展新机遇	11
（一）乳制品深加工产品多样，工艺复杂	11
（二）站在当前阶段，乳品深加工是提振乳业的重要抓手之一	12
（三）多重因素利好乳制品深加工发展，加速国产替代	13
（四）头部企业正在加速扩张乳品深加工产能，不同产品品类呈现差异	20
三、伊利在发展乳制品深加工方面，具备哪些优势？	21
（一）奶源优势：掌握优质奶源，此为中长期稳定发展国内深加工的关键	21
（二）研发优势：伊利携手国家乳业技术创新中心持续突破技术壁垒	22
（三）伊利深加工业务展望：5-10年内打造成百亿级板块，未来可期	23
四、盈利预测和投资建议	24
五、风险提示	27

图表索引

图 1: 伊利和蒙牛的销售及管理费用率对比.....	6
图 2: 伊利、蒙牛和光明的研发费用率对比.....	7
图 3: 伊利明星产品矩阵.....	8
图 4: 伊利全球研发中心地图.....	8
图 5: 伊利、蒙牛和光明的分红率.....	8
图 6: 伊利、蒙牛和光明的股息率.....	8
图 7: 伊利分业务毛利率.....	9
图 8: 伊利分业务收入占比.....	9
图 9: 乳制品发展历程 (单位: 亿元, 吨).....	9
图 10: 保健品市场规模 (单位: 亿元).....	10
图 11: 中国老年人口数量及占比.....	10
图 12: 针对于中老年健康的“欣活”系列产品.....	11
图 13: 奶酪、黄油、奶油、乳糖、乳清粉、蛋白粉等主要乳品深加工产品的工艺流程.....	12
图 14: 中国乳制品行业发展历史.....	13
图 15: 原奶深加工的多种组合路径.....	13
图 16: 中国乳制品人均消费量 (液态奶当量) 与主要发达国家的差距 (单位: 千克/人/年).....	14
图 17: 2023 年各国乳制品细分品类人均消费量对比 (单位: 千克/人/年).....	15
图 18: 消费者过去一年经常食用的含乳食品 (%).....	15
图 19: 消费者购买过新型的含乳食品类型 (%).....	15
图 20: 美国乳品分品类人均消费量变化情况 (单位: 千克/人/年).....	16
图 21: 欧盟乳品分品类人均消费量 (液态奶当量, 单位: 千克/人/年).....	16
图 22: 2024 年中国乳品消费以液态奶和奶粉为主.....	17
图 23: 西方国家奶制品消费结构相对均衡.....	17
图 24: 中国乳制品分品类的消费在 2020-2024 年的年复合增长率.....	17
图 25: 中国、新西兰、美国、欧盟-27 国的原奶价格对比.....	18
图 26: 中国商务部公布对原产于欧盟的进口相关乳制品反补贴调查的初步裁定.....	20
图 27: 2025 年, 优然牧业在全国 17 个省市运营 100 座牧场.....	21
图 28: 国家乳业技术创新中心由伊利牵头成立, 汇聚 10 多位两院院士.....	22
图 29: 国家乳业技术创新中心 2025 年十大成果.....	23
图 30: 伊利 2025 年投资者日活动, 公司表示开启乳品深加工新篇章.....	23
表 1: 伊利积极拓展渠道、布局奶源与生产基地.....	6
表 2: 乳中的主要成分及含量.....	11
表 3: 优质生鲜乳用途分级标准 (投料加工时测定).....	18
表 4: 各国巴氏杀菌后热敏成分/活性物质指标要求.....	19
表 5: 各国 UHT 灭菌后热敏成分/活性物质指标要求.....	19
表 6: 国家倡导乳品深加工发展的相关政策.....	19
表 7: 2024 年中国乳品深加工产品进口量及进口依存度.....	21

表 8: 伊利乳品深加工领域海内外产能规划.....	24
表 9: 伊利股份收入利润拆分	26
表 10: 可比公司估值.....	26

一、伊利：乳业发展新阶段，致力于成为全域营养解决方案提供者

（一）历史复盘：乳业巨头，行稳致远

成立三十余载，伊利股份见证并参与了中国乳业的现代化进程，如今构建起覆盖液态奶、奶粉、酸奶、冷饮及奶酪的全品类产品矩阵，公司稳居全球乳业前列，核心单品在细分市场占据领先地位。面对存量时代的挑战，伊利主动求变，以“经营质量”为锚，成功穿越行业周期。伊利在2024年去库存调整后营收企稳回升，2025年前三季度公司实现营业收入903.41亿元，同比增长1.81%，扣非归母净利润首破百亿，创历史同期新高。我们对伊利的发展历程及乳制品行业发展历程进行如下复盘。

第一阶段（1993年-2005年）：品类启蒙与营销确立品牌——“产品驱动”下的原始积累

（1）伊利品牌建设：资本筑基，技术与营销破局，奠定全国化品牌基础。根据伊利官网，伊利股份的前身可追溯至1956年成立的呼和浩特回民区养牛合作小组。1993年，公司完成股份制改制，并于1996年率先登陆上交所成为“中国乳业第一股”，确立了伊利早期的资本先发优势。根据人民网，伊利依托资本优势于1997年前瞻性引进利乐生产线并推出UHT超高温灭菌奶，彻底打破了液态奶的“冷链运输半径”限制，开启了内蒙古优质奶源向全国市场的产能输出时代。1999年，公司单独成立液态奶事业部，正式确立了以液态奶为核心的业务增长极。2005年，蒙牛凭借冠名《超级女声》带来的流量发展迅速，而伊利成功签约成为2008年北京奥运会官方合作伙伴，通过绑定顶级体育赛事确立了“国民品牌”的高端形象与官方背书，为后续的品牌长跑奠定了坚实基础，实现营销破局。2005年伊利营收首次突破百亿元大关。

（2）行业格局演变：常温奶技术引发行业变局，“伊蒙双雄”格局形成。根据中华网，成立于1996年的光明乳业早期依托华东地区的高消费水平，深耕区域市场，其于2002年在上交所上市，当年在国内乳业处于龙头地位。根据蒙牛官网，1999年，内蒙古蒙牛乳业股份有限公司正式成立，正式实行“公司+奶站+农户”产业化运作模式。光明聚焦低温巴氏奶品类，而伊利与蒙牛重点布局常温奶（UHT）赛道，利用“利乐包装+常温物流”模式迅速完成全国化渗透。根据中国经济网，2005年，伊利与蒙牛营收均超过100亿元，而光明2005年营收为69亿元，在体量上已被全面反超。至此中国乳业正式进入“伊蒙双雄”时代。

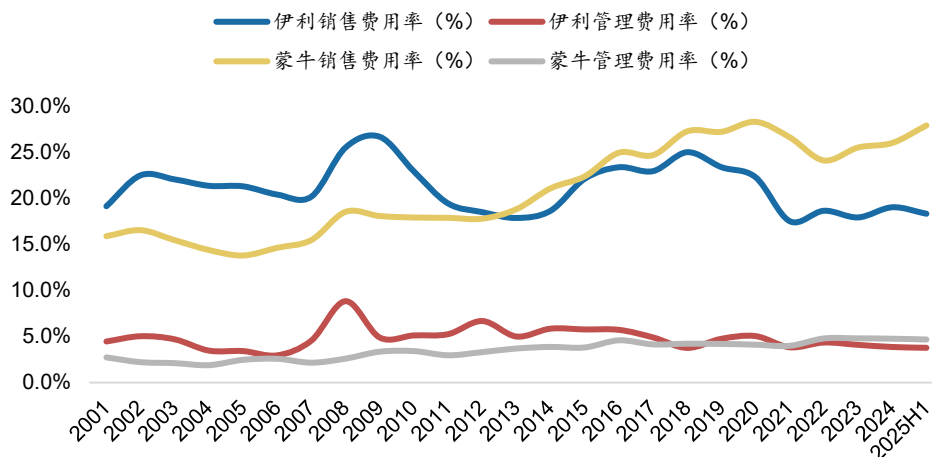
第二阶段（2006年-2014年）：渠道深耕，奶源筑基，伊利新品迅速占据市场

（1）加强渠道建设：启动“织网计划”，深度分销构建终端壁垒。根据央视网，2006年，伊利公司正式启动“织网计划”，致力于构建壁垒极高的深度分销体系。不同于彼时蒙牛仍聚焦于一二线城市KA卖场的货架争夺与广告营销策略，伊利将销售网络从省会城市下沉至县乡乃至村级市场，使得伊利在下沉市场拥有更高的渠道粘性与产品渗透率，构筑了较强的终端壁垒，为后续安慕希、金典等百亿级大单品的快速铺货提供了强有力的渠道承载。

（2）奶源端收购补链：“全产业链布局”助力伊利稳步增长。蒙牛创建初期提出“先建市场，后建工厂”的轻资产模式，将更多的资金投入到市场营销中，在营收增速上也领先于伊利；而伊利则更侧重于稳健经营，强调奶源建设和工厂布局的先行，于“黄金奶源带”建有大规模的牧场，位于新西兰的生产基地也于2014年正式投产。

根据中国经济网，2008年行业三聚氰胺事件暴露了奶源端布局空缺的弊端，蒙牛受到较大影响，而伊利凭借奶源端布局所构建的严苛的质量追溯体系快速重获消费者信任。伊利“全产业链”布局优势也在随着2013-2014年原奶周期波动中充分体现，稳固的奶源保障了产品供应的稳定性，助力伊利稳步增长。

图 1：伊利和蒙牛的销售及管理费用率对比



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

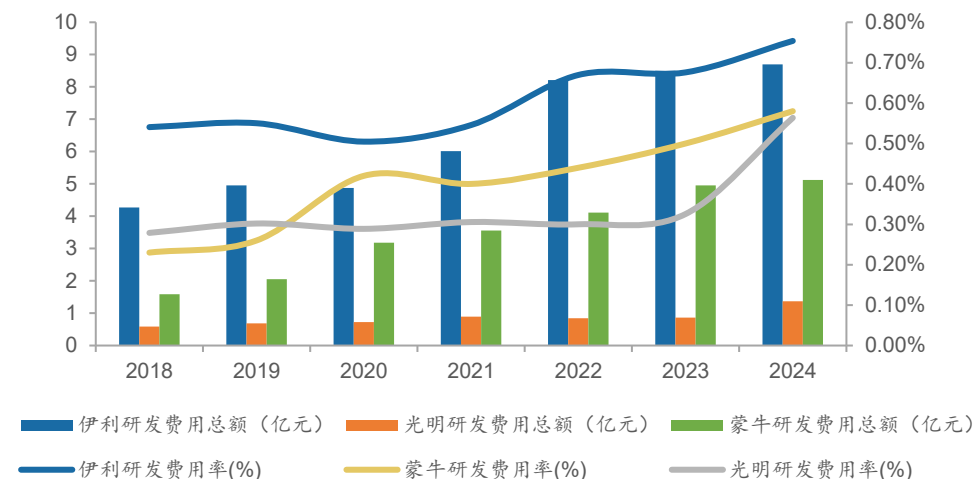
表 1：伊利积极拓展渠道、布局奶源与生产基地

时间	渠道与奶源布局
2006年开始	全面推进“织网计划”，成为第一家真正有能力同时覆盖全国市场的乳品企业
2013年11月	与意大利最大的乳制品生产商斯嘉达签署了战略合作伙伴协议，对接欧洲的奶源与技术
2013-2014年	在新西兰南岛投资30亿元人民币，建设伊利大洋洲生产基地
2014年11月	与美国最大的牛奶公司DFA达成合作，在堪萨斯州合资建设年产8万吨奶粉的样板工厂，利用美国低价优质奶源

数据来源：央视网，中国经济网，中新社，广发证券发展研究中心

(3) 持续研发新品：研发赋能高端化布局，新品驱动结构升级。伊利凭借在研发端长期的高额投入，构建起丰富的产品矩阵，并不断开发高附加值的新品实现结构升级。根据伊利官网，2006年，伊利依托优质奶源优势推出了高端白奶品牌“金典”，开启了液态奶的高端化进程。伊利通过赞助上海世博会等顶级国际活动，成功提升了品牌溢价能力，助力后续高端新品的推出。伊利在稳固液奶基本盘的同时，积极拓展高附加值细分赛道。2011年，伊利推出高端婴幼儿配方奶粉“金领冠珍护”，发力婴配粉市场；2012年，伊利首次切入活性乳酸菌饮品赛道，推出“每益添”，进一步丰富了产品矩阵。2013年，伊利推出常温酸奶大单品“安慕希”，得益于“织网计划”构建的深度分销网络，新品迅速实现全国范围内的铺货下沉，在短时间内确立了在细分品类的统治力。根据中证网，2014年，伊利总营收达到544.36亿元，实现五个细分品类市场占有率第一，提出向“全球乳业5强”的目标进军。

图 2：伊利、蒙牛和光明的研发费用率对比



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

第三阶段（2015年-2023年）：拓宽产品矩阵，坚持全球织网

（1）拓宽产品矩阵：成功打造超级单品，多品类构建第二曲线。公司通过持续的研发投入与品牌赋能，构建了多元化业务结构。根据伊利官网，液奶领域，伊利成功打造“伊利纯牛奶”、“金典”与“安慕希”三大年销售收入200亿元以上的超级单品，以及百亿级的“优酸乳”。冷饮领域，伊利保持市占率全国领先，推动高端化结构升级，成功培育了“甄稀”、“巧乐兹”等品牌。奶酪领域，伊利于2020年以“儿童奶酪棒”重点切入奶酪市场，并积极布局B端餐饮渠道。

（2）坚持全球织网：出海与并购并举，构建全球供应链壁垒。伊利将冷饮作为国际化的先锋，重点深耕东南亚市场。根据伊利官网，2018年，公司在印尼推出冰淇淋品牌Joyday，并于2021年建成投产印尼乳业生产基地；2018年，伊利收购泰国本土最大冰淇淋公司Chomthana，旗下Cremo品牌于2023年成功跻身泰国冰淇淋市场前三。为突破单一品类限制，伊利通过并购加速布局高附加值赛道。公司于2019年全资收购新西兰第二大乳企Westland，掌控优质奶源与乳铁蛋白资源；随后于2022年收购新西兰乳企Canary Foods，做强做大黄油、奶酪等方向。在婴配粉与营养品领域，伊利战略收购澳优乳业，补强了羊奶粉的业务版图。根据伊利官网，经过多年的全球织网，截至2023年，伊利在全球共建有15个创新中心，全球合作伙伴总计2000多家，产品畅销60多个国家和地区，真正实现了从“中国乳业”向“全球乳业”的跨越。

图 3: 伊利明星产品矩阵

产品大类	产品名	产品图片	市场地位与销售表现
液态奶	金典(Satine)		200亿级超级单品: 作为高端白奶标杆, 通过有机奶的高溢价显著优化公司毛利结构
液态奶	安慕希(Ambrosial)		200亿级超级单品: 常温酸奶市场龙头, 成功构建了伊利的第二增长曲线
液态奶	伊利纯牛奶		200亿级稳健基本盘: 市场渗透率高的基础白奶, 为公司提供稳定现金流
液态奶	优酸乳		百亿级经典单品: 含乳饮料业务的核心支柱, 长期维持百亿营收规模, 通过迭代持续锁定新生代消费者
冷饮	甄稀(Gemice)		冷饮高端化先锋: 高端产品, 主打生牛乳概念, 推动冷饮业务结构升级

数据来源: 伊利官网, 华夏时报, 广发证券发展研究中心

图 4: 伊利全球研发中心地图



数据来源: 乳业时报, 广发证券发展研究中心

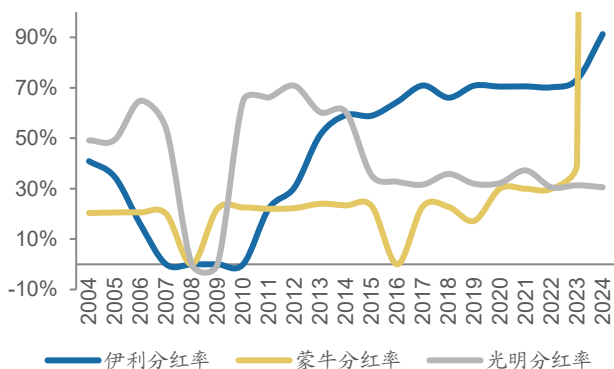
第四阶段 (2024年至今): 存量突围与价值重塑——“质效并举”的高质量发展新周期

(1) 经营提质: 2024年主动去库换挡, 2025年业绩企稳回升。根据《2025年4月30日伊利股份投资者关系活动记录表》, 2024年, 伊利主动转变经营逻辑, 坚持低渠道库存的策略, 保持终端产品价盘坚挺, 积极维护产业链健康, 努力改善经销商盈利。2025年前三季度, 伊利营收企稳回升, 实现营业收入903.41亿元, 同比增长1.81%, 展现出穿越周期的经营韧性。

(2) 价值回报: 高分红筑牢“收益压舱石”, 确立核心资产属性。在追求高质量发展的同时, 伊利坚定执行高股东回报政策, 重塑资本市场信心。根据wind数据, 过去三年, 公司分红率均维持在70%以上, 2024年分红率更高达91%。《关于未来三年(2025-2027年)股东回报规划暨贯彻落实“提质增效重回报”行动方案的公告》中, 伊利表示2025-2027年度的现金分红总额占当年归属于母公司股东净利润的比例不低于75%, 且每股派发现金红利金额不低于1.22元(含税)。在低利率环境下, 伊利的高股息率进一步凸显了伊利作为A股优质红利资产的长期配置价值。

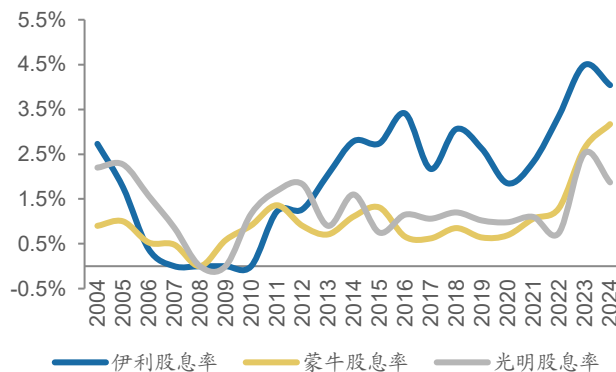
(3) 未来展望: 双雄共寻第二曲线, 结构优化穿越周期。面对新的竞争环境, 伊利、蒙牛等头部乳企并未止步于存量竞争, 而是加速布局第二增长曲线。根据《2025年10月31日伊利股份投资者关系活动记录表》, 在夯实液奶基本盘的同时, 伊利致力于优化产品结构, 通过布局奶酪及成人营养品等高附加值赛道, 向“全域营养”的方向发展。

图 5: 伊利、蒙牛和光明的分红率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 伊利、蒙牛和光明的股息率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 伊利分业务毛利率

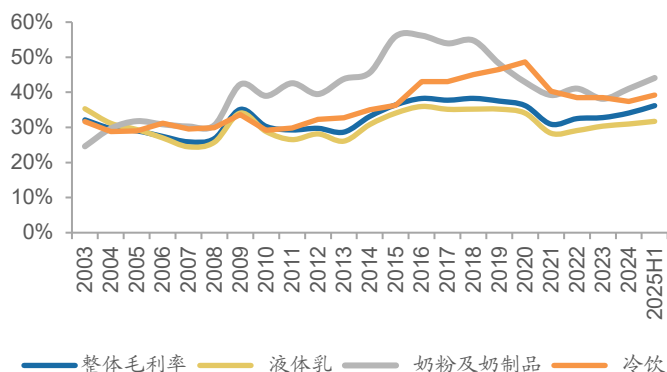
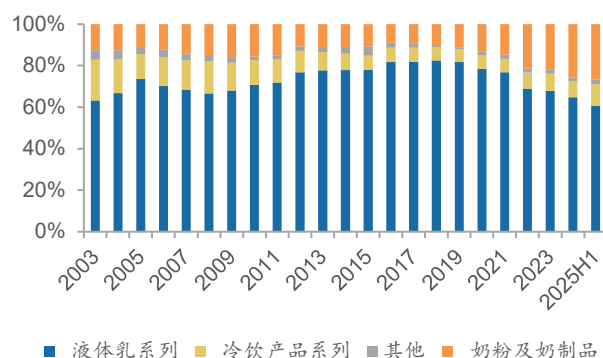


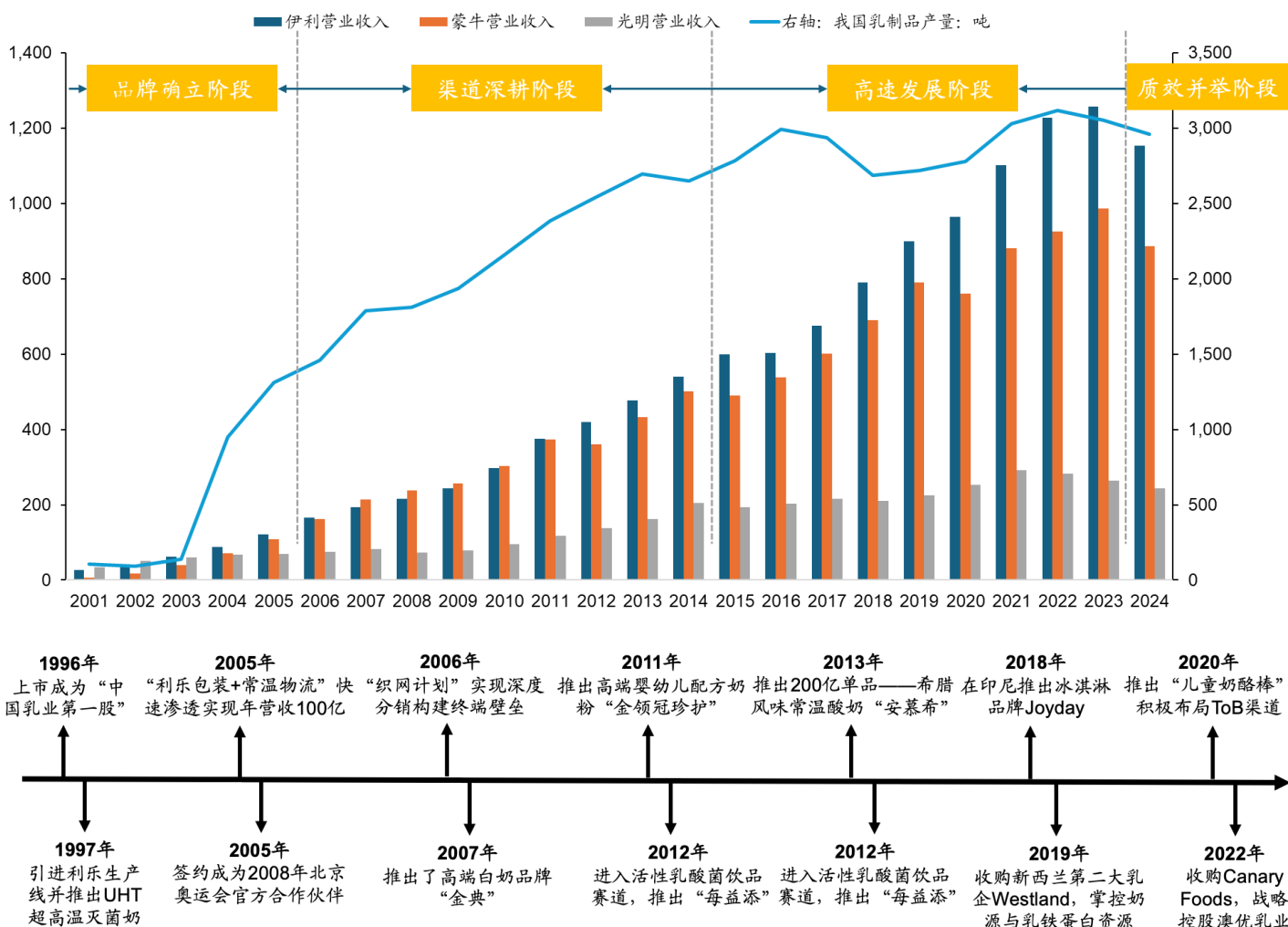
图 8: 伊利分业务收入占比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 乳制品发展历程 (单位: 亿元, 吨)



数据来源: wind, 伊利官网, 蒙牛官网, 广发证券发展研究中心

(二) 展望未来, 乳品深加工、成人营养品被视为公司新的增长级
 随着传统液态奶赛道逐渐步入“存量博弈”的成熟期, 传统的粗放增长模式有待变化。根据伊利集团公众号, 2025年, 公司提出乳制品行业已从单纯追求增速的“量

增”时期，全面进入以多元化、精细化需求为导向的“质升”新阶段。基于对“银发经济”与“乳制品产业链升级”两大趋势的洞察，公司提出成为“全域营养解决方案提供者”，将乳品深加工与成人营养品作为驱动未来中长期增长的双核新引擎。

1. 乳品深加工：引领“固态乳”变革，实现“吃奶+用奶”的消费结构升级

发力深加工业务，转型“综合解决方案”服务商。根据伊利集团公众号，中国乳制品深加工产业仍处于起步阶段，2024年进口乳制品及原料（折算原奶）约占国内总消费量的35%，尤其是乳清蛋白、酪蛋白等高附加值关键原料严重依赖进口。面对这一战略窗口期，伊利明确了乳品深加工“国产替代”的发展方向。公司正在系统布局乳脂、乳蛋白、乳糖、乳矿物盐等品类，致力于切入烘焙、现制茶饮、餐饮工业等高价值赛道，提供乳品综合原料解决方案。伊利明确提出未来5-10年内将乳深加工业务打造成百亿级板块，引领中国乳业完成从“喝奶”向“吃奶+用奶”的消费结构升级。

2. 成人营养品：锚定“银发经济”万亿蓝海，从“补奶”进阶为“专业营养”

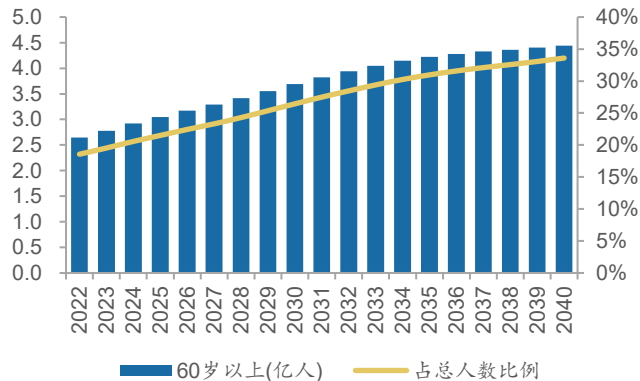
(1) 战略路径：发挥头部优势重塑格局，竞逐行业前五。根据Worldpanel消费者指数专家的数据显示，当前中国60岁以上人口已突破2.1亿，预计2035年将超4亿，且该群体在营养品上的渗透率超36%，高于中青年，市场潜力较大。但当前成人营养品及中式保健品市场集中度低，西式保健品CR3仅为20%，中式CR3仅17%，头部品牌尚未形成绝对优势。面对这一蓝海，根据伊利集团公众号，伊利制定了“稳定基础营养，做大功能营养，拓展专业营养”的进阶路线。伊利预计2030年成人营养品行业整体规模将超3000亿元，公司将集中优势资源，不再局限于传统成人奶粉，而是向特医食品、功能保健品等高附加值赛道延伸，力争在营养品行业核心赛道跻身前五。

图 10：保健品市场规模（单位：亿元）



数据来源：华经情报网，广发证券发展研究中心

图 11：中国老年人口数量及占比



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

(2) 研发&产品：优先布局益生菌和蛋白质补充剂赛道

根据伊利集团公众号，公司在成人营养品业务优先布局“益生菌”与“蛋白质补充剂”两大高增长赛道，构建立体化功能矩阵。

① 益生菌与肠道健康：益生菌方面，根据伊利官网，伊利集团拥有多款自研专利菌株（如BL-99、K56、ET-22），并与澳优持续协同，2024年10月，澳优旗下锦旗生物全面承接金标益生菌产业化生产和商业化推广，将研究成果应用于成人高端营养品的配方研发中，满足成人营养的差异化需求。

② 蛋白质补充剂：根据伊利集团公众号，伊利“欣活”系列中老年奶粉在细分市场中

市占率连续十年位居行业第一，通过持续迭代纾糖、心活等细分功能产品，满足差异化需求。伊利针对银发族的“骨关肌协同衰退”痛点，成功推出伊利欣活骨能奶粉作为核心产品，同时还提供倍畅羊奶粉等多款产品作为多元化的蛋白补充选择。2025年，澳优正式推出了羊乳酪蛋白酶解物、水解羊乳清蛋白粉、羊乳铁蛋白及羊初乳粉等多个全球首款可商业化应用的核心羊乳原料，未来可应用于婴配奶粉、特医产品、成人及中老年奶粉、营养品等产品中。

图 12: 针对于中老年健康的“欣活”系列产品



数据来源：伊利官网，广发证券发展研究中心

二、中国乳制品深加工迎来发展新机遇

(一) 乳制品深加工产品多样，工艺复杂

牛乳中富含多种营养物质，主要分为水分和乳干物质。牛乳是多种成分的混合物，主要成分是水、乳糖、乳脂肪、蛋白质和矿物质，微量成分是维生素、酶类、磷脂、色素以及气体。牛乳中除去水和气体之外，剩余的物质成为干物质（DS）或乳的固形物。干物质中除去脂肪的部分，为非脂乳固体，其成分受乳牛品种、遗传、饲料、饲养条件、季节、泌乳期以及乳牛年龄和健康条件等因素的影响。

表 2: 乳中的主要成分及含量

成分	平均含量/%	范围/%	占干物质的平均含量/%
水分	87.1	85.3~88.7	-
非脂乳固体	8.9	7.9~10.0	-
乳糖	4.6	3.8~5.3	36
脂肪	4	2.5~5.5	31
蛋白质	3.3	2.3~4.4	25
酪蛋白	2.6	1.7~3.5	20
矿物质	0.7	0.57~0.83	5.4
有机酸	0.17	0.12~0.21	1.3
其他	0.15	-	1.2

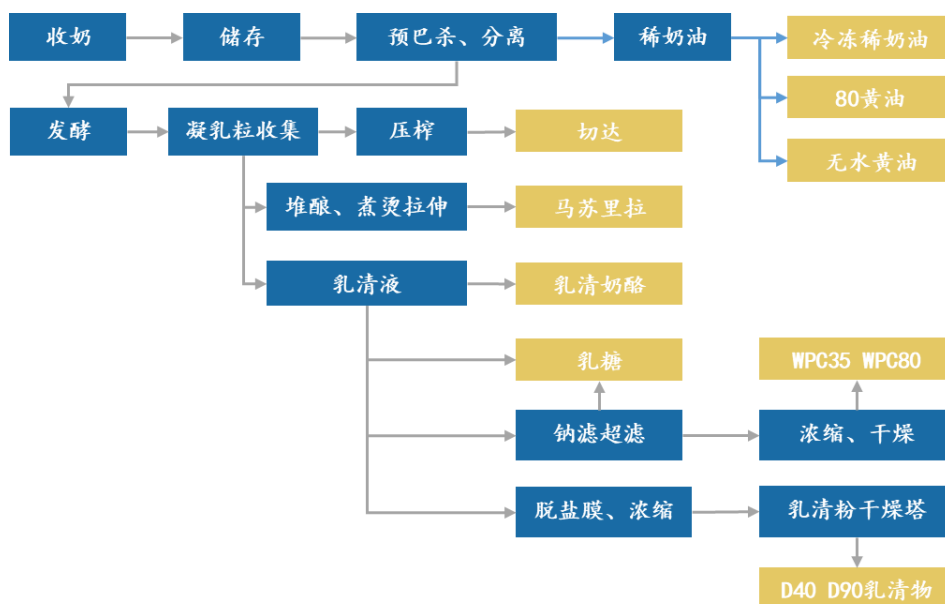
数据来源：《乳品加工技术》任志龙，广发证券发展研究中心

乳品深加工：通过现代分离技术，将原奶中的脂肪、乳糖等成分分离出来作为原料，并进一步加工成产品，整个过程经过浓缩、干燥、发酵、分离、酶解等深度工艺加工而成，非简单杀菌的液态生鲜乳类初加工产品。整个流程，根据GEA中国公众号，目前常见的乳品深加工产品主要分为以下六类。

1. 乳脂类：奶油、黄油、无水乳脂、干酪乳/酪乳粉、奶油粉/脂肪粉等。

2. 奶酪类：再制奶酪、原制奶酪等。
3. 主蛋白类：MPC/牛奶蛋白浓缩物、MCC/胶束酪蛋白浓缩物、干酪素/酪蛋白盐、酪蛋白肽等。
4. 乳清类：甜乳清粉、低乳糖乳清、脱盐乳清（婴幼儿配方奶粉关键原料）、WPC/浓缩乳清蛋白、MWPC/微粒化乳清蛋白、β-乳清蛋白、乳铁蛋白等。
5. 乳糖类：工业级、食品级、医用级乳糖以及乳糖衍生品。
6. 矿物质类：主要以磷酸钙的形式，应用于各类营养补充剂。

图 13：奶酪、黄油、奶油、乳糖、乳清粉、蛋白粉等主要乳品深加工产品的工艺流程



数据来源：北京中轻机乳品设备有限责任公司公众号，广发证券发展研究中心

（二）站在当前阶段，乳品深加工是提振乳业的重要抓手之一

根据嘉世咨询，中国乳制品行业起步较晚，但受益于中国经济快速发展以及庞大的人口基数，乳制品行业快速发展，发展历史整体分为六个阶段，主流增长产品经历了奶粉、巴氏奶→常温奶→常温酸奶→低温奶的演变，均以液体乳为主。当前乳业发展处在原奶产能阶段性过剩的恢复期。

贫瘠期（1949-1978年）：奶源极度匮乏，年产奶量不足21万吨，仅4家小型加工厂。实行凭票定量供应，仅孕妇、婴儿等特殊群体可获取乳制品。

革新期（1979-1996年）：改革开放推动奶牛品种改良，引进灭菌设备（如UHT技术），但受限于冷链，产品以奶粉和巴氏低温奶为主。

发展期（1997-2007年）：伊利、蒙牛带头引入利乐包装和UHT技术，打破地域限制，常温奶开始在全国流通，行业年均增速超60%。

提质期（2008-2014年）：三聚氰胺事件导致行业信任危机，进口品牌抢占市场；政府颁布首部行业法规《乳品质量安全监督管理条例》。

兴盛期（2015-2019年）：常温酸奶（安慕希、纯甄）爆发增长，伊利、蒙牛跻身全球乳业十强，中国从乳业大国向乳业强国迈进。

恢复期（2020年至今）：疫情后行业快速恢复，低温奶增速领先；头部乳企奶源自

给率提升，原奶产能阶段性过剩。

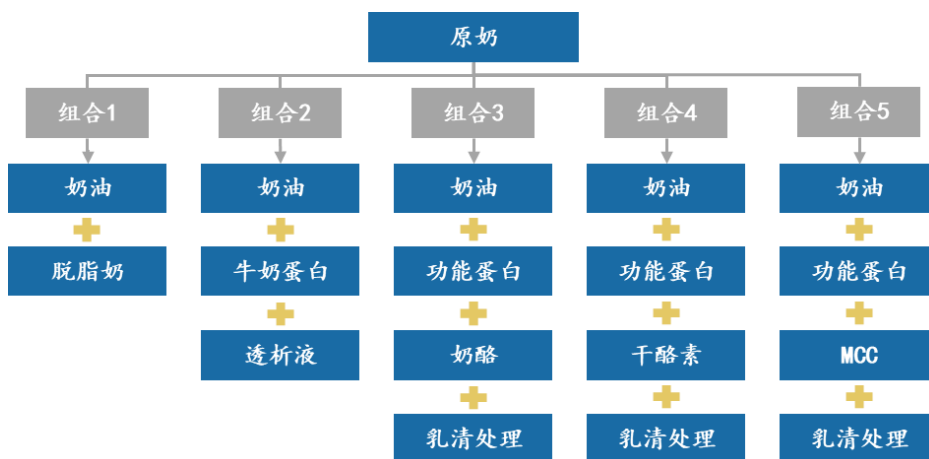
图 14: 中国乳制品行业发展历史



数据来源：食品创新研究所，嘉世咨询，广发证券发展研究中心

乳品深加工重构与提升乳品产业链价值，有望带领中国乳业走出恢复期。我们认为，乳品深加工是解决行业“低端过剩、高端短缺”矛盾的重要方式，通过深加工技术，乳企能够将原本可能陷入低端价格战的奶源转化为市场需求景气度高的高附加值产品，如奶酪、乳清蛋白、乳铁蛋白等。乳品深加工重构与提升乳品产业链价值，不仅仅是将原奶分离为奶油、奶酪等产品，而是通过“吃干榨净”，将乳成分深度拆解、转化，高效率地生产出高附加值产品。根据GEA中国公众号，以原奶为起点，可以实现多个深加工参考组合，未来随着技术不断成熟，整个乳品深加工产业链预计将实现效率更大化。我们认为，对于中国乳品行业而言，乳品深加工是一条具有重要价值且发展空间广阔的转型路线。

图 15: 原奶深加工的多种组合路径



数据来源：GEA 中国公众号，广发证券发展研究中心

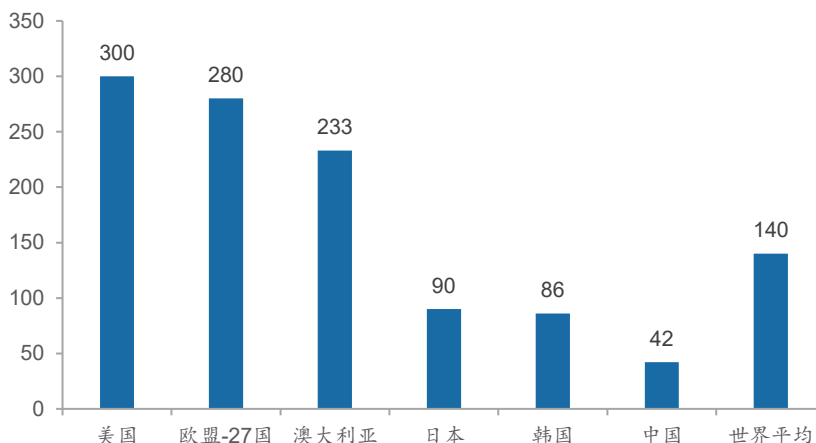
（三）多重因素利好乳制品深加工发展，加速国产替代

近年来，乳品深加工不断发展，有望成为推动乳品行业发展的核心力量。我们从消费环境、客观条件、基础要素和政策助力共4个方面进行了如下分析，我们认为，当前国内乳制品深加工发展具备良好的发展条件，且政策端多次强调并展开相关措施，乳制品深加工国产替代趋势有望加速。

1. 消费环境：从喝奶转变为吃奶，干乳制品消费的提升符合发展趋势

中国乳品人均消费量（液态奶当量）与发达国家存在较大差距。根据荷斯坦杂志，相较于2023年世界乳制品人均消费量（折合鲜奶）的140千克，中国乳制品人均消费量为42千克，仍然存在较大差距，且远低于美国（300千克）、欧盟-27国（280千克）和澳大利亚（233千克）。中国乳品平均消费水平相较于同为亚洲国家的日本（90千克）、韩国（86千克），从表观上看仍然存在较大差距。

图 16: 中国乳制品人均消费量（液态奶当量）与主要发达国家的差距（单位：千克/人/年）



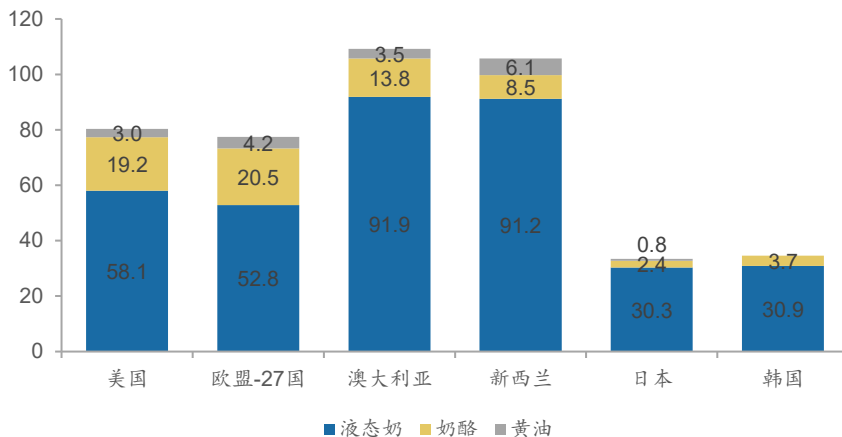
数据来源：荷斯坦杂志，广发证券发展研究中心

细看结构，中国液态奶消费水平预计已接近发达国家，中国乳品人均消费量的差距来自于干乳制品。根据荷斯坦杂志，虽然奶业发达国家人均消费水平折合鲜奶都在200千克以上，但是主体消费中，干乳制品占比较大，特别是奶酪等。

(1) 从液态奶看：根据荷斯坦杂志，新西兰、澳大利亚液态奶人均消费量在90千克以上，欧美人均消费量在50-60千克，日韩人均消费量在30千克左右，粗略估算2024年中国液态奶人均消费量在20千克左右，若按中心城市和主体人群计算，中国实际消费量已经接近欧美消费水平，超过日韩消费水平。

(2) 从奶酪看：根据荷斯坦杂志，欧美奶酪人均消费量约为20千克，日韩等亚洲主要消费国家奶酪消费为3千克左右，而根据中国食品安全报，2024年中国奶酪的人均消费量仅为249克，约为欧美的1%、日韩的1/10，这构成了中国整体乳品人均消费量显著低于发达国家的主要原因。

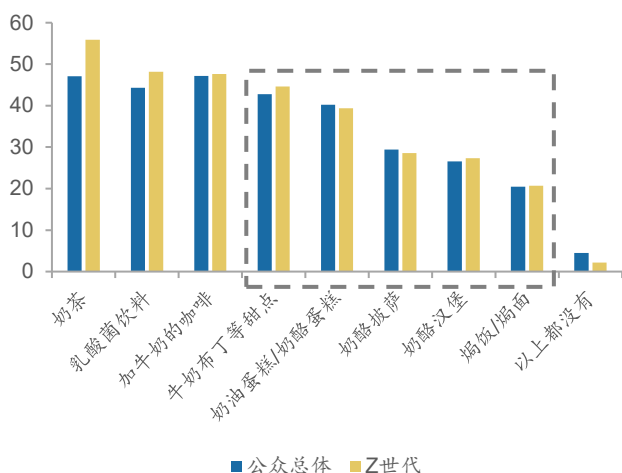
图 17: 2023年各国乳制品细分品类人均消费量对比 (单位: 千克/人/年)



数据来源: 荷斯坦杂志, 广发证券发展研究中心

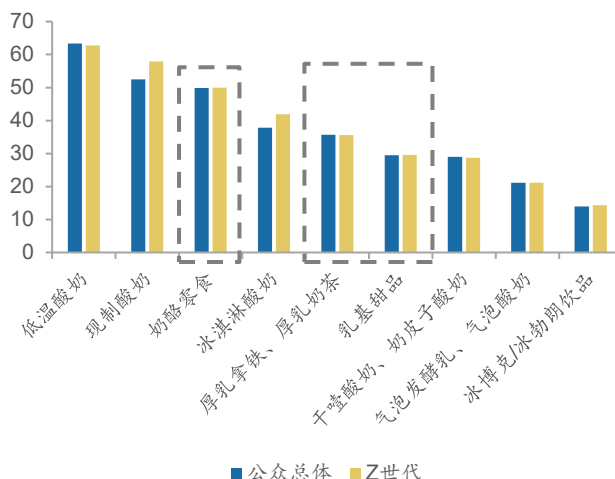
中国干乳制品消费场景正不断拓宽, “吃奶”的消费习惯持续培育中。虽然近两年乳品消费整体趋于疲软, 尤其是液态奶中的常温奶, 但“吃奶”的教育正不断深入, 正推动奶酪、黄油、奶油等深加工产品市场持续向好。根据妙可蓝多2024年年报, 近几年奶酪在B端和C端的应用创新不断, 奶酪营养健康的功能属性和富含情绪价值的体验赢得越来越多消费者的拥趸。奶酪在烘焙、茶饮、咖啡等餐饮场景的“准刚需”属性日益明显, 在社交媒体上的话题热度持续攀升, 带动更多人尝试奶酪并喜欢上奶酪, 且奶酪口味在多个势能渠道和平台广受欢迎, 多款芝士口味产品进入必买榜单。根据《2025中国奶商指数报告》, Z世代年轻人是乳制品消费的主力军, 调查数据显示, 半数Z世代是“奶茶控”, 奶油蛋糕/奶酪蛋糕、奶酪披萨、奶酪汉堡等以深加工乳品为主要原料的产品受到消费者的喜爱, 奶酪零食、厚乳产品成为消费者愿意尝试的新兴含乳食品。

图 18: 消费者过去一年经常食用的含乳食品 (%)



数据来源: 《2025中国奶商指数报告》(中国乳制品工业协会、中国医疗保健国际交流促进会、荷兰皇家菲仕兰联合发布), 广发证券发展研究中心

图 19: 消费者购买过新型的含乳食品类型 (%)

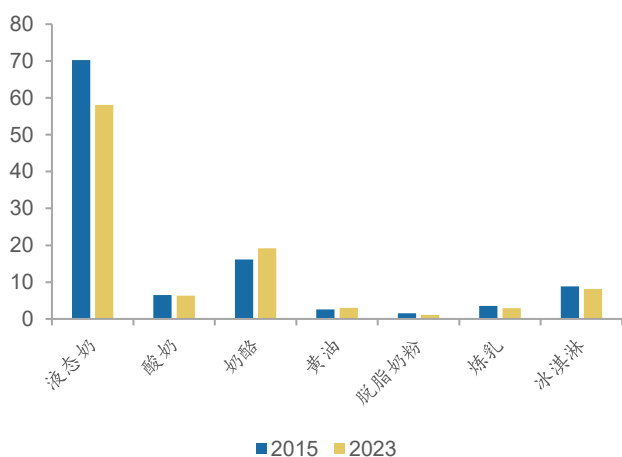


数据来源: 《2025中国奶商指数报告》(中国乳制品工业协会、中国医疗保健国际交流促进会、荷兰皇家菲仕兰联合发布), 广发证券发展研究中心

对比海外, 主要发达国家干乳制品消费的提升成为一致趋势。根据荷斯坦杂志, 我们看到欧美等发达国家在干乳制品消费上, 尤其是是奶酪的消费上呈现提升趋势:
(1) 美国: 根据美国农业部 (USDA) 数据, 奶酪消费增长尤为突出, 牛奶被加工

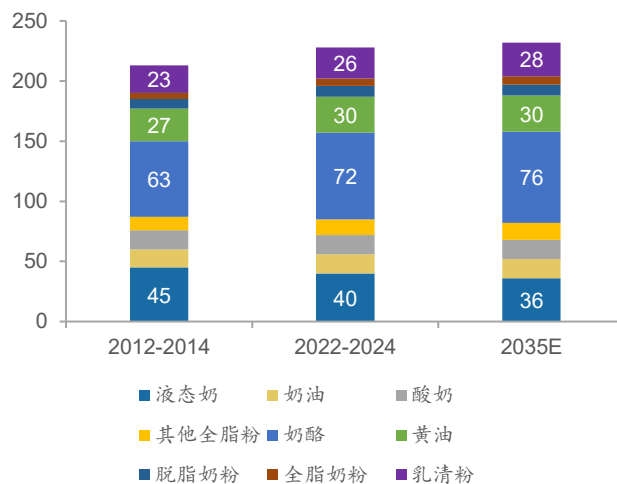
成奶酪的占比由2000年的37.7%提升至42.2%，牛奶被加工成黄油的占比从2000年的16.3%提升至18%；（2）**欧盟**：全球最大的奶酪消费市场，2014-2024年奶酪消费稳步增长，受餐饮业需求和健康蛋白质摄入推动；（3）**澳大利亚**：近几年奶酪和酸奶消费量呈现增长趋势；（4）**韩国**：再制奶酪消费量从2018年的4.3万吨增长到2022年的5.1万吨，西式餐饮以及韩式融合菜系的流行带动了奶酪、奶油等乳品的需求，家庭饮酒文化的兴起带动了奶酪消费；（5）**日本**：伴随健康化、西餐热及佐餐功能增强，干乳产品酸奶、奶酪、黄油等，及功能性产品发酵乳、乳饮料等的需求明显增加。

图 20：美国乳品分品类人均消费量变化情况（单位：千克/人/年）



数据来源：荷斯坦杂志，广发证券发展研究中心

图 21：欧盟乳品分品类人均消费量（液态奶当量，单位：千克/人/年）



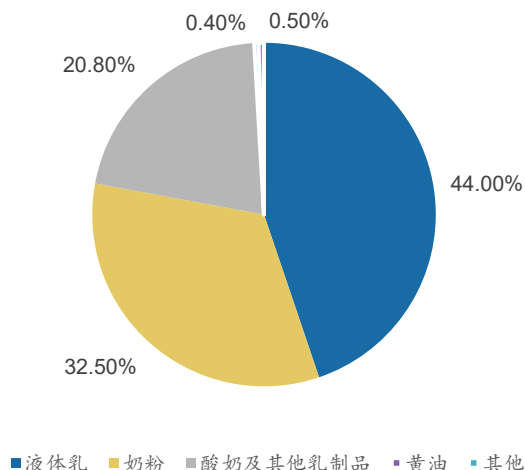
数据来源：荷斯坦杂志，广发证券发展研究中心

根据乳业时报，以奶酪为例，其作为高附加值产品，是优化消费结构的关键。根据东亚发达国家/地区的经验，人均GDP每增长1万美元，可拉动人均奶酪消费增量约0.5公斤。按此规律推算，未来10年，我国人均奶酪消费增量有望达0.3公斤，整个奶酪消费市场的增量规模将达到40万吨。

2. 客观条件：中国原奶供给过剩，乳品深加工成为维持原奶供需平衡的调节器

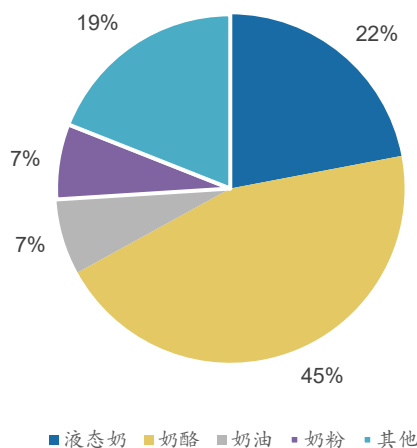
中国乳品产量结构明显偏向液态奶，而当前液态奶增长步伐放缓，国内原奶供给阶段性过剩。根据乳业在线，2024年乳制品消费结构中，液体乳和奶粉为主要的乳品成品形式，分别占乳制品消费总量的44%和32.5%，而黄油、奶酪等深加工产品占比非常少。对比而言，根据乳业时报，从国际经验看，欧盟和美国等典型西方国家的奶制品消费结构中，奶酪占比高达45%-50%，奶油和奶粉占7%-10%，而液态奶仅占22%-30%。相比之下，中国乳制品结构明显偏向液态奶，呈现结构失衡。从增速来看，根据嘉世咨询，中国液态乳品消费2020-2024年复合增长率为-1.3%，液态乳的消费疲软拖累了整体大盘表现，也使得原奶供给过剩问题愈发严重。

图 22: 2024年中国乳品消费以液态奶和奶粉为主



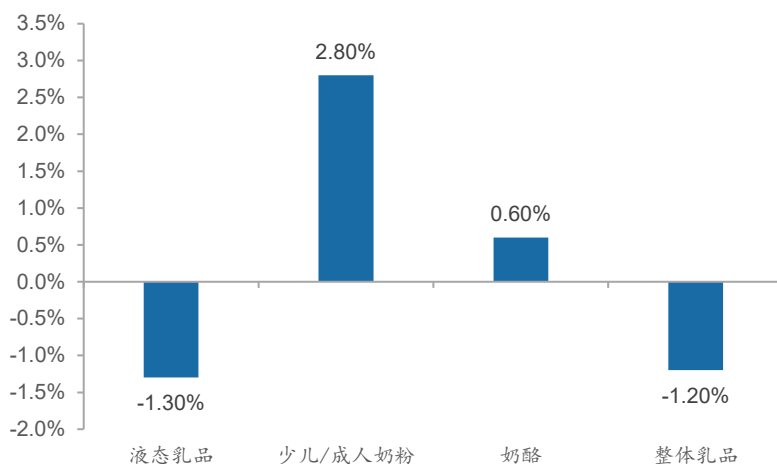
数据来源: 乳业在线, 广发证券发展研究中心

图 23: 西方国家奶制品消费结构相对均衡



数据来源: 乳业时报, 广发证券发展研究中心

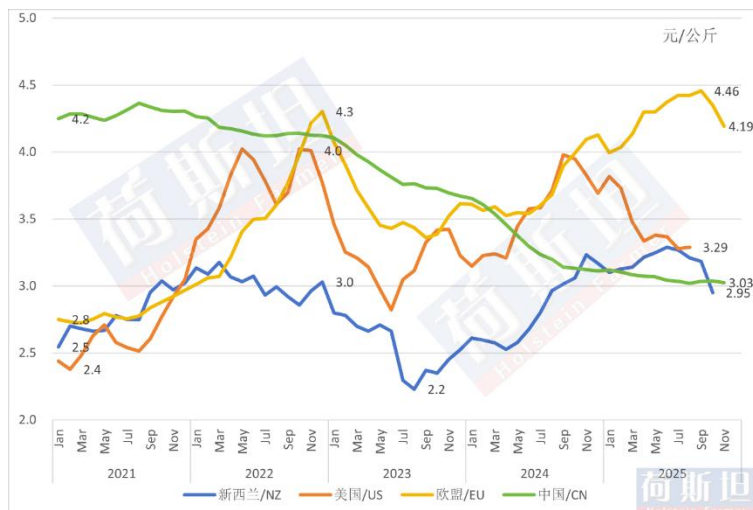
图 24: 中国乳制品分品类的消费在2020-2024年的年复合增长率



数据来源: 乳业在线, 嘉世咨询, 广发证券发展研究中心

在当前国内原奶供给过剩的背景下, 奶价持续低靡, 为中国乳品深加工的发展提供了阶段性的成本优势。根据荷斯坦杂志, 中国原奶价格从2021年的4.2元/公斤开始持续下跌, 至2025年11月奶价已跌至3.03元/公斤, 奶价已低于欧盟和美国, 与新西兰趋近, 欧美奶价上涨主要系能源价格上涨、环保因素、饲料成本上涨、市场需求增长等因素影响, 新西兰原奶价格与出口乳品密切相关。基于目前的奶价成本优势, 中国乳企具备开展乳品深加工业务的动力。

图 25: 中国、新西兰、美国、欧盟-27国的原奶价格对比



数据来源: 荷斯坦杂志, 广发证券发展研究中心

*原奶价格已统一换算成人民币元/公斤

3. 基础要素: 优质乳工程推动中国原奶品质得到有效提升

十年优质乳工程, 国内原奶品质得到极大提升, 为深加工发展奠定坚实基础。根据奶牛微看公众号, 2015年, 为更好地推动中国优质牛奶的生产, 提高国产牛奶的质量, 在国家农业科技创新工程和国家奶产品质量安全风险专项支持下, 中国国家奶业科技创新联盟主导发起了优质乳工程。“优质乳工程”制定了76项标准, 取得了60项专利, 阐明了奶业全产业链14个环节318个关键控制点, 实现了优质牧场—优质原料奶—优质奶产品的连接。相较于美国和欧盟的标准, 中国优质乳工程对巴氏杀菌或UHT灭菌后的热敏成分和活性物质都有更高要求。根据消费者报道, 目前优质乳的乳蛋白含量是3.42%, 高于国产奶3.25%的乳蛋白含量均值。此外, 优质乳的乳铁蛋白含量从10mg/kg提升至42mg/kg, 无论是在国际市场, 还是在国内市场, 优质乳工程的鲜奶活性指标都处于较高水平。

表 3: 优质生鲜乳用途分级标准 (投料加工时测定)

生乳用途分级标准 (参考国标、团标)					
等级	乳脂肪 (%)	乳蛋白 (%)	体细胞数 (万个/mL)	菌落总数 (万CFU/mL)	用途
特优级	≥3.40	≥3.10	≤30	≤5	优质乳工程巴氏杀菌乳和UHT奶
优级	≥3.30	≥3.00	≤40	≤10	优质乳工程UHT奶
合格级	≥3.10	≥2.8	/	≤200	正常用途

数据来源: 食品伙伴网乳品汇, 广发证券发展研究中心

表 4: 各国巴氏杀菌后热敏成分/活性物质指标要求

热敏成分 / 活性物质	中国 (优质乳工程)	美国 (PMO)	欧盟
碱性磷酸酶	阴性	阴性	阴性
糠氨酸 (mg/100 g 蛋白质)	≤ 12	未规定	未规定
乳铁蛋白 (mg/L)	≥ 25	未规定	未规定
β-乳球蛋白 (mg/L)	≥ 2 200	未规定	未规定

数据来源:《中国优质乳工程与国际乳品标准体系的对比研究》白晓彤等,广发证券发展研究中心

表 5: 各国UHT灭菌后热敏成分/活性物质指标要求

热敏成分 / 活性物质	中国 (优质乳工程)	美国 (PMO)	欧盟
糠氨酸 (mg/100 g 蛋白质)	≤ 190	未规定	未规定
乳果糖 (mg/L)	< 600	未规定	< 600 (建议)
β-乳球蛋白 (mg/L)	≥ 300	未规定	未规定

数据来源:《中国优质乳工程与国际乳品标准体系的对比研究》白晓彤等,广发证券发展研究中心

深加工产品对于原料和供应链要求较高,当前相关加工设备多数仍为进口。对于深加工产品的原奶要求而言,以奶酪为例,根据荷斯坦杂志,奶酪生产对奶业供应链及生产技术水平要求较高。为使乳清有效分离,确保酪蛋白凝聚效果和成品制得率,奶酪加工通常对原料奶不能采用超高温灭菌,对原料奶质量亦有一定要求。目前,相关的加工设备、凝乳酶和发酵剂,以及配套的乳清脱盐处理设备,多数依赖进口。

4. 政策助力: 国家重视发展乳制品深加工, 国产替代有望加速

国家持续重视乳制品深加工, 支持乳品深加工技术和消费的发展。2018年, 农业农村部等9部委联合发布的《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》明确提出, 支持和引导奶酪、黄油等干乳制品生产。2025年初, 农业农村部等3部委联合印发的《中国食物与营养发展纲要(2025—2030年)》明确提出, 到2030年要实现人均奶类年消费47公斤的目标, 要促进奶酪等干乳制品消费。2025年7月, 农业农村部发布《关于加快奶业纾困提升奶业高质量发展水平的通知》, 重点强调鼓励发展乳制品深加工, 开发出更多适合国人饮食习惯和营养需求的乳酪、特色发酵乳、稀奶油和功能性乳清蛋白等深加工产品。从2025年相关政策文件频繁出台可以体现国家对于乳制品深加工发展的重视, 预计在未来将不断推动乳企完善乳制品深加工产业链。

表 6: 国家倡导乳品深加工发展的相关政策

国家相关政策	相关部委	发布时间	相关内容
《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》	农业农村部等9部委	2018年	1.优化乳制品结构。发展适销对路的低温乳制品, 支持和引导奶酪、黄油等干乳制品生产, 开发羊奶、水牛奶、牦牛奶等特色乳制品。鼓励使用生鲜乳生产灭菌乳、发酵乳、调制乳和婴幼儿配方乳粉等乳制品。 2.倡导科学饮奶, 普及巴氏杀菌乳、灭菌乳、奶酪等乳制品营养知识, 培育国民食用乳制品特别是干乳制品的习惯。
《中国食物与营养发展纲要(2025—2030年)》	农业农村部等3部委	2025年	培育低温乳品市场, 促进奶酪等干乳制品消费
《关于加快奶业纾困提升奶业高质量发展水平的通知》	农业农村部	2025年	鼓励发展乳制品深加工。各地要加大乳制品深加工科技攻关力度, 统筹用好全国重点实验室、国家乳业技术创新中心等平台, 通过国家和地方重点研发计划等各类科技项目, 持续支持乳品深加工核心技术攻关, 努力在乳球蛋白等产业化制备、超临界流体萃取、乳品高端智能化装备等关键技术上取得突破, 加快乳品深加工创新成果转化落地。健全乳品深加工产品综合利用体系, 将具有创新活力和竞争优势的乳品深加工企业优先纳入农业科技领军企业培育, 引导企业加大科技投入, 鼓励不同类型企业结合自身优势特色, 开发出更多适合国人饮食习惯和营养需求的乳酪、特色发酵乳、稀奶油和功能性乳清蛋白等深加工产品。

数据来源: 农业农村部官网, 广发证券发展研究中心

国家出台对原产于欧盟的相关进口乳制品临时反补贴措施，保护国内乳制品行业发展，推动国产替代。根据乳业资讯网，2024年8月，应中国奶业协会和中国乳制品工业协会申请，商务部对原产于欧盟的进口相关乳制品发起反补贴调查。2025年12月22日商务部发布了调查初裁公告，决定自2025年12月23日起，对原产于欧盟的进口相关乳制品实施临时反补贴措施。根据商务部的调查数据，2020年至2024年前3个月，欧盟补贴的鲜乳酪等乳制品进口量占中国相关乳制品总进口量的23.6%至34.6%。这次反补贴措施的实施，释放出国家运用多边规则维护产业利益的明确信号，有助于稳定行业预期，为国内产业转型发展、争取市场空间赢得窗口期。

图 26: 中国商务部公布对原产于欧盟的进口相关乳制品反补贴调查的初步裁定



数据来源：商务部官网，广发证券发展研究中心

国产替代正呈现清晰的“梯队式”演进。根据乳业时报，乳制品国产替代的第一波是全脂奶粉，2021年从新西兰的进口量达到高峰，约84万吨，但现在年进口量已经连续三年维持在40万吨左右，只有峰值时期的一半。第二波预计会集中在乳脂产品上，包括稀奶油和黄油。随着国内产能陆续投产，这部分产品不仅会满足内需，未来也可能出口到中东、东南亚等地区，从而影响传统出口国。

（四）头部企业正在加速扩张乳品深加工产能，不同产品品类呈现差异
乳品深加工产品国产替代预计加速推进，头部乳企纷纷进行产能布局。从乳品需求端看，根据我们的统计，2026-27年正在新建或扩建乳品深加工线的乳品企业超过20家，其中包含伊利、蒙牛、妙可蓝多、飞鹤等多家头部乳企。基于当前已公布深加工新建或扩建产能情况，我们保守预计2026-27年原奶深加工产能将增加约34.16万吨，其中奶酪、奶油超10万吨，基于当前深加工各品类的收率，预计带动深加工原奶需求量增加约341.58万吨，深加工带来的新增原奶需求约占2024年的生鲜乳产量（4079万吨）的8.4%，有望合理调节原奶过剩的局面。

基于当前产能规划，奶酪及奶油的国产替代率有望大幅提升，乳清粉及酪蛋白类产品有待通过技术突破实现进一步国产替代。根据乳业在线、中国食品报、中国奶业协会、黑龙江省奶业协会和甘孜三农公众号的数据，2024年中国进口奶酪/稀奶油/乳清类/酪蛋白类及酪蛋白酸盐的进口量分别为17.21/28.83/64.55/4.83万吨，预计进口依存度分别约为35%/55%/92%/90%，对应中国在奶酪/稀奶油/乳清类/酪蛋白类及酪蛋白酸盐的消费量约为49.18/52.41/70.16/5.37万吨。基于我们对于2025-27年的乳品深加工产能规划统计，我们预计2027年奶酪及稀奶油的国产替代率有望大幅

提升，而乳清粉及酪蛋白类仍主要以进口为主，主要系当前乳品深加工技术有限，存在乳清的开发利用不足、乳蛋白的工业化提取纯度不足、酪蛋白深度水解过程中产物苦涩味重、功能性肽得率低等关键技术难题。

表 7：2024 年中国乳品深加工产品进口量及进口依存度

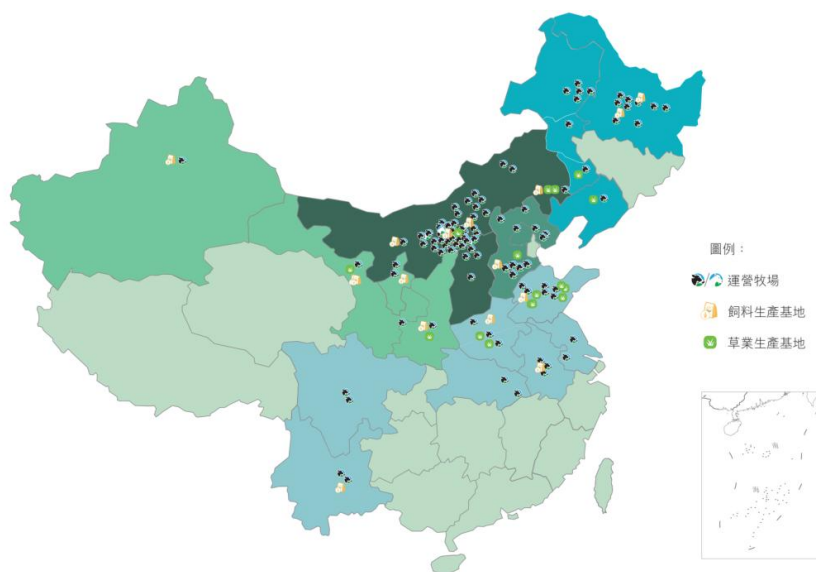
产品	2024 年进口量 (万吨)	进口依存度
奶酪	17.21	35%
稀奶油	28.83	55%
乳清类	64.55	92%
酪蛋白类	1.80	90%
酪蛋白酸盐	3.03	90%

数据来源：乳业在线，中国食品报，中国奶业协会，黑龙江省奶业协会，甘孜三农公众号，广发证券发展研究中心

三、伊利在发展乳制品深加工方面，具备哪些优势？

（一）奶源优势：掌握优质奶源，此为中长期稳定发展国内深加工的关键重视优质奶源布局，与行业领先的优然牧业形成稳定密切合作。在乳业早期发展阶段，伊利集团注重奶源建设和工厂布局，发展至今，公司除自有牧场外还通过参控股规模化牧场，保证了优质奶源的稳定供应，其中，优然牧业是中国乳业上游市场的领导者。根据优然牧业2025年半年报，截至2025年6月30日，优然牧业运营100座牧场，覆盖17个省市，奶牛存栏数量约62.3万头，成母牛（不含娟姗牛）年化单产达12.9吨，处于行业领先地位。伊利与优然合作密切，每年获得优然牧业90%以上的原奶供给量。从品质来看，优然牧业的原奶关键质量指标，即菌落总数及体细胞数目，均远高于中国国家优质乳工程的标准及美国、日本和欧盟的行业标准。

图 27：2025 年，优然牧业在全国 17 个省市运营 100 座牧场



数据来源：优然牧业 2025 年中报，广发证券发展研究中心

原奶供需逐渐恢复平衡后，伊利稳定的优质奶源供给对于发展深加工业务尤为关键。由于当前国内原奶供给过剩，原奶平均价格已低于全球主要奶源大国（如美国、欧

盟），中国加速发展深加工业务具备优势条件。但随着奶牛存栏供给逐步出清，深加工业务相继投产，我们预计2026-27年原奶价格有望走向企稳回升态势，对于乳企而言，原奶价格将会重回增长通道。在该背景下，我们认为，不具备稳定的优质奶源供给的乳企将面临更大的采购成本波动，预计将影响到乳企发展深加工业务的积极性，尤其影响到无法生产高附加值产品的乳企，从中长期发展维度而言，伊利具有奶源上的相对竞争优势。

（二）研发优势：伊利携手国家乳业技术创新中心持续突破技术壁垒
国家乳业技术创新中心为伊利提供技术领域的强赋能。由伊利牵头成立的国家乳业技术创新中心，是中国食品领域唯一国家级技术创新中心，吸纳100多家成员单位，聚焦深加工打造“白科技”。国家乳业技术创新中心汇聚10多位两院院士、100多位行业高级专家、1000多位核心科研人员，以及超5000人的全产业链创新团队。

图 28：国家乳业技术创新中心由伊利牵头成立，汇聚10多位两院院士



数据来源：国家乳业技术创新中心，广发证券发展研究中心

乳品深加工仍存在较多技术难题，国创中心正携手伊利在深加工领域持续突破，技术的革新有望提升公司产能以及效率上的领先优势。根据乳业时报，在实现乳品深加工的“吃干榨净”核心技术创新层面，国内产业仍面临挑战。国创中心与伊利合作正不断取得相关技术突破：**（1）乳铁蛋白提取**：根据国创中心，伊利在乳铁蛋白上率先突破核心技术，首创乳铁蛋白定向提取保护技术，成功将常温纯牛奶中乳铁蛋白的保留率从原本的10%大幅提升至90%以上，这一技术突破破解了乳铁蛋白提取难、损耗高的行业痛点，预计大幅降低制造成本。**（2）分解乳糖**：针对性研发出二代乳糖酶技术，该技术不仅能高效分解牛乳中的乳糖，还能将其转化为益生元与膳食纤维，在解决消化困扰的同时进一步助力肠道健康。

图 29: 国家乳业技术创新中心2025年十大成果



数据来源: 国家乳业技术创新中心, 广发证券发展研究中心

(三) 伊利深加工业务展望: 5-10年内打造成百亿级板块, 未来可期

1. 战略导向: 根据每日食品网, 在深加工领域, 伊利计划实现关键原料的国产替代, 并切入烘焙、茶饮、保健品等B端高价值赛道, 公司计划在未来5-10年内将乳深加工业务打造成百亿级板块, 收入占比达10%-20%, 净利润目标5%-10%。

图 30: 伊利2025年投资者日活动, 公司表示开启乳品深加工新篇章



数据来源: 伊利集团公众号, 广发证券发展研究中心

2. 海内外产能规划: 全球资源织网, 国内产能落地, 构建“双循环”闭环

(1) 海外资源织网: 伊利在新西兰构建了以Westland和Oceania Dairy为核心的深加工布局。Westland作为集团的深加工战略高地, 依托当地优质草饲奶源专注于乳铁蛋白、黄油、酪蛋白等高附加值原料的提取; Oceania Dairy则能够生产UHT稀奶油。根据伊利集团公众号, 目前新西兰业务单元通过专注高附加值原料将高附加值产品占比由40%大幅提升至60%, 产品出口全球40多个国家。同时, 伊利在荷兰于2024并购荷兰第一大半硬质羊奶酪生产商Amalthea Group, 帮助伊利确立了“羊乳深加工”优势, 与伊利欧洲创新中心及澳优生产集群形成协同, 实现了从高端羊奶酪到羊奶粉原料的自主可控。

(2) 国内产能落地: 针对乳脂与B端原料, 根据人民网, 公司产能3万吨的淡奶油项目与1.2万吨的无水黄油项目已分别于2024年2月及4月完工。在奶酪与功能原料领域, 根据中华网, 涵盖儿童奶酪棒、芝士片等产品的伊利现代智慧健康谷奶酪一二期乳深加工项目已投产运行, 年产能3万吨。此外, 年产能规划高达15万吨的三期项目成为伊利迈向“乳业深加工”的关键一步, 根据中国奶业协会, 该项目低脂凝块生产线已于2025年5月正式量产, 马苏里拉奶酪生产线预计2025年12月底投产, 其他生产线即将分批投产。更具战略意义的是, 三期项目前瞻布局了乳清浓缩液及乳铁蛋白粉生产线, 这意味着伊利将开始在国内自主生产过去严重依赖进口的“卡脖子”原料, 在生产高附加值的深加工产品上处于国内领先地位。

表 8: 伊利乳品深加工领域海内外产能规划

项目/生产基地名称	深加工产品	预计达产时间	成品年产能(万吨)
伊利现代智慧健康谷奶酪三期乳深加工项目	稀奶油、淡奶油、新鲜奶酪、低脂凝块、乳清浓缩液及乳铁蛋白粉	25年4月试产, 低脂凝块生产线已于25年5月量产, 马苏里拉奶酪线预计25年年底投产	15
伊利现代智慧健康谷奶酪一二期乳深加工项目	儿童奶酪棒、糖果奶酪、芝士片、吸吸奶酪	已达产	3
无水黄油项目	黄油	2024年4月	1.2
淡奶油项目	奶盖、厚乳等淡奶油产品	2024年2月	3
Westland生产基地(新西兰)	乳铁蛋白、黄油、酪蛋白等高附加值产品	-	-
Oceania Dairy生产基地(新西兰)	UHT稀奶油	-	-
Amalthea Group荷兰基地	羊奶酪、羊乳清粉	-	-

数据来源: 中国奶业协会官网, 中华网, 人民网, 伊利官网, Westland 官网, Oceania Dairy 官网, 新华网, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

我们认为, 伊利作为国内乳制品龙头, 在奶源、品牌、渠道已经建立了强壁垒, 基于公司中长期对于乳品深加工以及成人营养品的战略发展方向, 我们看好伊利收入持续增长, 净利率稳步提升。

(1) 收入方面:

① **液体乳:** 2023-2024年伊利液体乳收入分别为855.40/750.03亿元, 同比分别+0.72%/-12.32%, 2023年液体乳收入保持平稳, 2024年基于常温奶消费疲软, 公司主动去库存, 收入端承压。受益于渠道库存优化以及需求预期逐步复苏, 预计伊利液体乳 2025-2027 年收入分别为 712.8/715.7/725.7 亿元, 同比分别 -5.0%/+0.4%/+1.4%。

② **奶粉及奶制品:** 2023-2024年奶粉及奶制品收入分别为275.98/296.75亿元, 同比分别+5.09%/+7.53%, 实现稳健增长。随着婴幼儿奶粉市占率提升、成人营养品逐步发力、稀奶油及黄油等深加工产品产能投产, 预计伊利奶粉和奶制品业务2025-2027年收入分别为337.5/375.4/432.1亿元, 同比分别+13.7%/+11.2%/+15.1%。

③ **冷饮:** 2023-2024年冷饮产品系列收入分别为106.88/87.21亿元, 同比分别

+11.72%/-18.41%，受天气影响及2023年基数较高影响，2024年冷饮业务出现下滑。2025年冷饮行业预计恢复较好增长，未来预期维持稳健增长趋势，预计2025-2027年收入分别为99.4/104.4/108.6亿元，同比分别+14.0%/+5.0%/+4.0%。

④**其他主营业务**：预期其他产品收入相对稳定。

（2）毛利率方面：

①**液体乳**：2023-2024年液体乳毛利率分别为30.36%/30.98%，2025年受益于原奶成本回落，液体乳毛利率同比预计有所提升，我们预期2026年原奶价格将逐步企稳回升，原奶成本同比逐渐上涨，或一定程度影响液体乳毛利率，预计2025-2027年液体乳毛利率分别为31.50%/31.30%/31.10%。

②**奶粉及奶制品**：2023-2024年奶粉及奶制品毛利率分别为38.14%/41.02%，2024年毛利率大幅提升主要受益于价提量增，随着公司奶粉业务持续增长，规模效应不断显现，预计2025-2027年奶粉及奶制品毛利率分别为43.00%/43.10%/43.20%。

③**冷饮产品系列**：2023-2024年冷饮产品系列毛利率分别为38.45%/37.42%，2024年毛利率下行主要系冷饮收入下滑带来影响，2025H1冷饮收入已恢复双位数增长，预计后续随着冷饮产品系列稳定增长，毛利率呈稳健提升趋势，预计2025-2027年冷饮产品系列毛利率分别为38.50%/38.60%/38.70%。

④**其他主营业务**：预期其他产品毛利率相对稳定。

（3）**费用方面**：我们认为，短期由于奶价处于低位，乳品价格竞争较为激烈，随着后续原奶价格企稳上行，乳制品行业竞争有望趋缓。

我们预计2025-2027年伊利收入分别为1170.67/1217.21/1288.82亿元，同比分别+1.1%/+4.0%/+5.9%，归母净利润分别为106.83/111.39/125.71亿元，同比分别+26.4%/+4.3%/+12.9%，对应PE估值16/15/14倍。我们选取全国性乳企蒙牛乳业以及头部区域乳企光明乳业、新乳业作为可比公司，伊利股份作为中国第一、全球前五的龙头乳企，重点布局乳品深加工业务，依托国家乳业技术创新中心的赋能，已在乳铁蛋白等高附加值深加工产品的提取技术上实现领先突破，参考2026年可比公司估值，给予伊利股份估值溢价，给予2026年20xPE估值，对应35.2元/股，维持“买入”评级。

表 9: 伊利股份收入利润拆分

单位: 亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1231.7	1261.8	1157.8	1170.7	1217.2	1288.8
YOY	11.4%	2.4%	-8.2%	1.1%	4.0%	5.9%
毛利率	32.6%	32.8%	34.1%	35.2%	35.4%	35.6%
营业利润	108.6	118.7	101.8	129.4	134.6	151.6
归母净利润	94.3	104.3	84.5	106.8	111.4	125.7
归母净利润增速	8.3%	10.6%	-18.9%	26.4%	4.3%	12.9%
收入及毛利率拆分						
液体乳收入	849.3	855.4	750.0	712.8	715.7	725.7
YOY	0.0%	0.7%	-12.3%	-5.0%	0.4%	1.4%
液体乳毛利率	29.11%	30.36%	30.98%	31.50%	31.30%	31.10%
奶粉及奶制品收入	262.6	276.0	296.8	337.5	375.4	432.1
YOY	62.0%	5.1%	7.5%	13.7%	11.2%	15.1%
奶粉及奶制品毛利率	41.06%	38.14%	41.02%	43.00%	43.10%	43.20%
冷饮产品系列收入	95.7	106.9	87.2	99.4	104.4	108.6
YOY	33.6%	11.7%	-18.4%	14.0%	5.0%	4.0%
冷饮产品系列毛利率	38.48%	38.45%	37.42%	38.50%	38.60%	38.70%
其他主营业务收入	3.9	6.3	7.2	7.6	7.9	8.1
YOY	116.5%	60.7%	13.8%	5.0%	4.0%	3.0%
其他主营业务毛利率	21.52%	18.30%	23.55%	23.60%	23.60%	23.60%
其他财务指标						
EPS	1.43	1.64	1.33	1.69	1.76	1.99
ROE	18.2%	19.5%	15.9%	19.3%	19.4%	20.9%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 10: 可比公司估值

公司	EPS			PE		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
新乳业	0.82	0.97	1.12	23	20	17
光明乳业	0.35	0.39	0.43	24	21	19
蒙牛乳业	1.08	1.32	1.48	13	11	10
平均				20	17	15

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 伊利股份盈利预测来自广发证券, 其余来自 Wind 一致预测, 截至 2026 年 1 月 20 日

五、风险提示

（一）食品安全风险

若乳制品行业出现食品安全问题，将较大程度影响乳制品行业及品牌的形象，将影响收入、业绩增长。

（二）原奶成本波动风险

若原奶采购成本出现大幅上行，销售价格未能及时调整，将影响业绩增长。

（三）深加工产能投产不及预期风险

若深加工产能投产进度不及预期，相关产品未能及时上市，将影响收入、业绩增长。

（四）行业竞争加剧风险

若乳制品行业竞争加剧，将影响行业各品牌的产品均价下降或费用投放加大，将影响收入、业绩增长。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	69,355	66,619	69,990	69,630	69,154
货币资金	43,372	25,404	28,457	27,658	26,439
应收及预付	4,785	4,305	4,787	4,989	5,309
存货	12,512	10,745	10,489	10,704	11,107
其他	8,687	26,165	26,258	26,279	26,299
非流动资产总额	82,265	87,099	87,579	87,566	87,580
长期股权投资	4,408	3,992	3,742	3,492	3,242
固定资产	35,242	34,619	36,632	37,906	38,324
在建工程	4,337	2,955	1,955	955	755
使用权资产	521	419	454	489	524
无形资产	4,729	4,780	4,811	4,851	4,891
其他	33,027	40,334	39,984	39,873	39,843
资产总额	151,620	153,718	157,569	157,196	156,734
流动负债总额	76,860	89,925	92,104	89,788	87,095
短期借款	39,755	36,355	39,967	35,902	31,623
应付及预收	26,183	25,355	24,424	25,799	27,032
其他	10,922	28,215	27,713	28,088	28,441
非流动负债总额	17,440	6,786	6,286	5,986	5,686
长期借款	11,705	4,687	4,187	3,887	3,587
应付债券	3,541	0	0	0	0
其他	2,193	2,099	2,099	2,099	2,099
负债总额	94,300	96,710	98,389	95,774	92,781
股本	6,366	6,366	6,325	6,325	6,325
其他	47,173	46,814	49,012	51,240	53,755
归母权益合计	53,539	53,180	55,338	57,566	60,080
少数股东权益	3,781	3,828	3,842	3,856	3,872
负债和股东权益	151,620	153,718	157,569	157,196	156,734

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	126,179	115,780	117,067	121,721	128,882
营业成本	84,789	76,299	75,821	78,642	82,959
营业税金及附加	733	733	738	767	812
销售费用	22,572	21,982	21,657	23,127	24,230
管理费用	5,154	4,465	4,449	4,686	5,026
研发费用	850	870	878	913	967
财务费用	-153	-592	1,066	1,025	886
资产信用减值损失	-1,686	-5,231	-1,160	-705	-545
公允价值变动收益	278	-28	125	48	87
投资收益	-31	2,417	500	500	500
营业利润	11,873	10,182	12,941	13,459	15,163
营业外收支	-152	-55	-146	-118	-106
利润总额	11,721	10,127	12,795	13,342	15,057
所得税费用	1,437	1,663	2,098	2,188	2,469
合并净利润	10,284	8,464	10,697	11,154	12,587
少数股东损益	-144	11	14	14	16
归母净利润	10,429	8,453	10,683	11,139	12,571
EPS (元/股)	1.64	1.33	1.69	1.76	1.99

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	18,290	21,740	14,162	17,574	18,417
合并净利润	10,284	8,464	10,697	11,154	12,587
折旧摊销	4,431	4,612	3,580	3,821	4,036
营运资金变动	-222	5,021	-1,987	1,126	658
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-16,044	-32,709	-3,357	-3,797	-3,838
资本性开支	-6,893	-3,842	-4,911	-4,449	-4,530
投资	-9,292	-28,848	185	220	220
其他	140	-19	1,369	432	472
融资活动现金流净额	7,258	-7,278	-6,894	-14,576	-15,798
股本融资	162	0	-1,007	0	0
债权融资	16,486	2,533	2,953	-4,365	-4,579
股利分配与偿付利息	-8,416	-9,092	-9,869	-10,211	-11,219
其他	-973	-719	1,028	0	0
现金净增加额	9,624	-18,266	3,911	-799	-1,219
期初现金余额	33,188	42,812	24,547	28,457	27,658
期末现金余额	42,812	24,547	28,457	27,658	26,439

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	2.4%	-8.2%	1.1%	4.0%	5.9%
营业利润增长率	9.3%	-14.2%	27.1%	4.0%	12.7%
归母净利增长率	10.6%	-18.9%	26.4%	4.3%	12.9%
获利能力					
毛利率	32.8%	34.1%	35.2%	35.4%	35.6%
净利率	8.2%	7.3%	9.1%	9.2%	9.8%
ROE	19.5%	15.9%	19.3%	19.4%	20.9%
偿债能力					
资产负债率	62.2%	62.9%	62.4%	60.9%	59.2%
有息负债率	36.3%	26.7%	28.0%	25.3%	22.5%
流动比率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
利息保障倍数	6.0	6.8	11.0	11.3	13.8
营运能力					
应收账款周转率	40.9	38.8	36.7	35.6	35.3
存货周转率	6.8	7.1	7.2	7.3	7.5
应付账款周转率	6.1	6.2	6.1	6.1	6.1
每股指标					
每股收益	1.64	1.33	1.69	1.76	1.99
每股净资产	8.41	8.35	8.75	9.10	9.50
每股经营现金流	2.87	3.42	2.24	2.78	2.91
估值比率					
PE	16.3	22.7	16.1	15.4	13.7
PB	3.2	3.6	3.1	3.0	2.9
EV/EBITDA	10.3	12.2	10.3	10.0	9.0

广发食品饮料研究小组

- 符蓉：首席分析师，金融学硕士，8年证券与基金投研经验。
- 郝宇新：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 吴思颖：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 胡慧：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 廖承帅：资深分析师，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 殷卓龙：高级分析师，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：高级分析师，理学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 湛保罗：高级分析师，金融学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司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，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。