

## 伊利股份 (600887.SH)

强烈推荐 (维持)

### 25FY 利润超预期, 26Q1 业绩开门红

25 年公司收入同比持平, 归母净利润同比+36.8%, 实现归母净利率 10.0%超预期改善, 26Q1 公司收入/归母净利润分别同比+5.5%/+10.7%, 继续实现超预期增长。全年来看, 公司目标收入/利润中个位数增长, 达成目标确定性高, 行业供需持续改善下, 奶价上行周期有利于公司份额提升+毛销差改善, 减值有望继续减少, 同时分红率有保障, 看好估值中枢持续修复。未来建议重点关注液奶复苏、供需平衡下的业绩改善, 及深加工业务、大健康品类及海外市场带来的新驱动。我们预计 26-27 年公司 eps 分别为 1.94、2.17 元, 对应 26 年估值 14X, 股息率 5.4%, 我们给予目标估值 17X, 对应目标价 33.0 元, 维持“强烈推荐”评级。

□ 25Q4 公司收入同比-5.1%, 归母净利润受益于减值减少扭亏为盈, 全年利润超预期。2025 年收入/归母净利润/扣非归母净利润 1159.31/115.65/110.68 亿元, 同比+0.13%/+36.82%/+84.13%, 利润增长超预期。其中单 Q4 收入 253.67 亿, 同比-5.1%, 归母净利润 11.4 亿, 同比扭亏为盈。Q4 现金回款 328.04 亿, 同比-8.6%, 慢于收入。25 年末公司每股派发红利 0.9 元, 现金分红 56.9 亿, 加上中期分红 30.4 亿, 全年合计分红 87.3 亿, 分红率 75.5% 符合指引。2026 年公司经营目标总收入 1215 亿, 同比+4.8%; 利润总额 136 亿, 同比+4.7%。

□ 液奶价格及结构下滑为主, 奶粉增长亮眼。分品类看, 1) 液体乳 25 年收入 704.2 亿, 同比-6.1%, Q4 (同比-11.4%), 其中销量-0.6%、价格-3.1%、结构-2.4%; 其中, 常温整体中高个位数下滑, 基础白奶表现略好于金典, 常温酸高个位数下滑, 乳饮料正增长; 低温整体高个位数增长, 其中低温鲜增长 20%+; 2) 奶粉 25 年整体收入 327.7 亿, 同比+10.4% (Q4 同比+1.9%), 剔除澳优后同比+13.5%, 其中婴配粉、成人粉均双位数增长; 3) 冷饮 25 年收入 98.2 亿, 同比+12.6% (Q4 同比+4.5%), 其中量+18.8%、价格-2.8%、结构-3.4%。4) 其他业务 25 年收入 15.3 亿, 同比+112.3% (Q4 同比+326%)。

□ 毛销差改善, 减值下降释放利润。25 年公司毛利率 34.6%, 同比+0.7pct, 其中液体乳毛利率同比+0.46pct, 主要受益成本下降, 单吨成本下降 4.9%。25 年销售费用率/管理费用率分别同比-0.4/+0.2pct, 销售费用中广告营销费用下降明显。全年毛销差提升 1.1pcts。此外, 25 年公司信用减值减少近 3 亿, 大包粉减值减少 4-5 亿, 商誉减值大幅减少 29.4 亿, 最终实现归母净利率 10.0%, 盈利能力显著改善。单 Q4 看, 公司毛利率 32.1%, 同比+1.1pcts, 销售费用率/管理费用率分别同比+1.6/+0.7pct, 毛销差同比下降 0.5pct。归母净利率 4.5%, 受益于减值大幅下降, 同比扭亏为盈。

□ 26Q1 业绩超预期, 液体乳实现正增长。26Q1 收入/归母净利润/扣非归母净利润 348.25/53.95/53.29 亿元, 分别同比+5.47%/+10.68%/+15.11%, 收入/利润超预期。分业务看, 液体乳同比+2.3%, 其中金典增长好于基础白, 常温酸小个位数下滑, 奶粉同比+6.1%, 其中婴配粉剔除澳优后实现大个位数增长, 成人粉双位数增长, 冷饮同比+7.1%, 其他业务同比+241%。利润端, 26Q1 公司毛利率 38.52%, 同比+0.7pct, 销售费用率 16.7%, 同比-0.2pct, 毛销

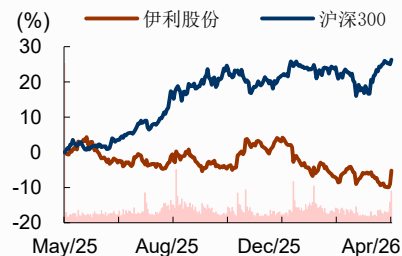
消费品/食品饮料  
目标估值: 33.00 元  
当前股价: 26.57 元

#### 基础数据

总股本 (百万股)	6325
已上市流通股 (百万股)	6294
总市值 (十亿元)	168.1
流通市值 (十亿元)	167.2
每股净资产 (MRQ)	8.9
ROE (TTM)	21.5
资产负债率	60.6%
主要股东	呼和浩特投资有限责任公司
主要股东持股比例	8.51%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-1	-2
相对表现	-4	-2	-29



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《伊利股份 (600887) — 成长与盈利兼顾, 股东回报再提升》2025-11-19
- 《伊利股份 (600887) — 液奶承压拖累收入, 利润高基数影响下滑》2025-10-31
- 《伊利股份 (600887) — 收入超预期, 盈利持续改善》2025-08-29

陈书慧 S1090523010003  
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn  
任龙 S1090522090003  
✉ renlong1@cmschina.com.cn

差同比+0.9%继续提升，归母净利率 15.5%，同比+0.7pct。

□ **投资建议：25FY 利润超预期，26Q1 业绩开门红，维持“强烈推荐”评级。**

25 年公司收入同比持平，归母净利润同比+36.8%，实现归母净利率 10.0% 超预期改善，26Q1 公司收入/归母净利润分别同比+5.5%/+10.7%，继续实现超预期增长。全年来看，公司目标收入/利润中个位数增长，达成目标确定性高，行业供需持续改善下，奶价上行周期有利于公司份额提升+毛销差改善，减值有望继续减少，同时分红率有保障，看好估值中枢持续修复。未来建议重点关注液奶复苏、供需平衡下的业绩改善，及深加工业务、大健康品类及海外市场带来的新驱动。我们预计 26-27 年公司 eps 分别为 1.94、2.17 元，对应 26 年估值 14X，股息率 5.4%，我们给予目标估值 17X，对应目标价 33.0 元，维持“强烈推荐”评级。

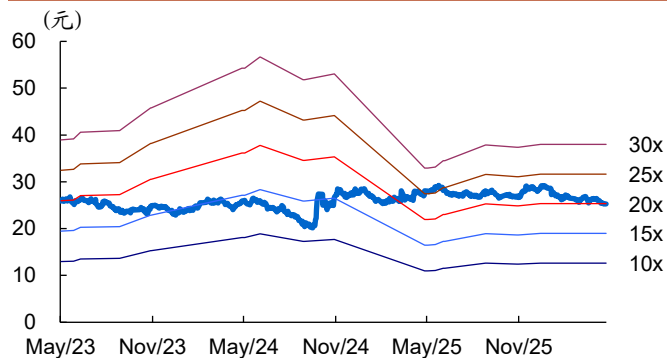
□ **风险提示：需求复苏不及预期、成本大幅上涨、竞争再度恶化**

### 财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	115780	115931	121759	127423	135337
同比增长	-8.2%	0.1%	5.0%	4.7%	6.2%
营业利润(百万元)	10182	13528	14327	16043	17409
同比增长	-14.2%	32.9%	5.9%	12.0%	8.5%
归母净利润(百万元)	8453	11565	12276	13723	14931
同比增长	-18.9%	36.8%	6.1%	11.8%	8.8%
每股收益(元)	1.33	1.83	1.94	2.17	2.36
PE	20.0	14.5	13.7	12.2	11.3
PB	3.2	3.1	2.7	2.6	2.4

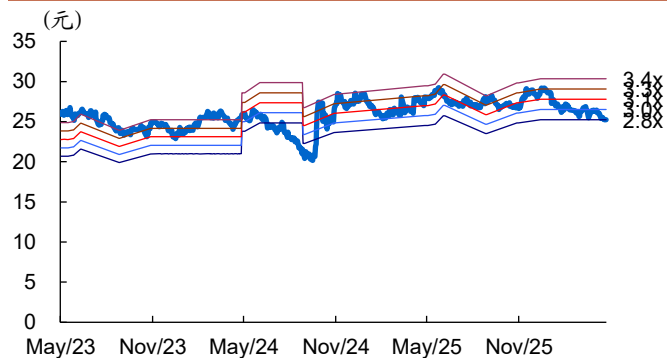
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 伊利股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 伊利股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《伊利股份 (600887) —成长与盈利兼顾, 股东回报再提升》2025-11-19
- 2、《伊利股份 (600887) —液奶承压拖累收入, 利润高基数影响下滑》2025-10-31
- 3、《伊利股份 (600887) —收入超预期, 盈利持续改善》2025-08-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	66619	66370	64527	71129	65203
现金	25404	19495	15376	19680	10605
交易性投资	7	44	44	44	44
应收票据	251	7	8	8	8
应收款项	2878	2987	3138	3284	3488
其它应收款	126	121	127	133	141
存货	10745	10823	11297	11835	12531
其他	27209	32892	34538	36146	38386
<b>非流动资产</b>	87099	85729	85236	84773	84336
长期股权投资	3992	4144	4144	4144	4144
固定资产	34619	34386	34331	34282	34238
无形资产商誉	8863	8671	8237	7826	7434
其他	39625	38528	38525	38522	38520
<b>资产总计</b>	<b>153718</b>	<b>152099</b>	<b>149763</b>	<b>155902</b>	<b>149540</b>
<b>流动负债</b>	89925	91053	82189	83872	72938
短期借款	36355	45631	39700	39700	26588
应付账款	13282	13130	13705	14357	15202
预收账款	12073	10564	11027	11552	12231
其他	28215	21728	17758	18263	18917
<b>长期负债</b>	6786	2501	2501	2501	2501
长期借款	4687	472	472	472	472
其他	2099	2029	2029	2029	2029
<b>负债合计</b>	<b>96710</b>	<b>93554</b>	<b>84690</b>	<b>86373</b>	<b>75439</b>
股本	6366	6325	6325	6325	6325
资本公积金	12454	12262	12262	12262	12262
留存收益	34360	36068	42651	47168	51806
少数股东权益	3828	3889	3834	3773	3707
归属于母公司所有者权益	53180	54656	61239	65755	70393
<b>负债及权益合计</b>	<b>153718</b>	<b>152099</b>	<b>149763</b>	<b>155902</b>	<b>149540</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	21740	14344	13918	15647	16577
净利润	8464	11514	12221	13663	14864
折旧摊销	4465	4442	4492	4464	4437
财务费用	(592)	(691)	(615)	(477)	(366)
投资收益	(2417)	(147)	(1386)	(1386)	(1386)
营运资金变动	12183	(805)	(794)	(615)	(972)
其它	(363)	31	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(32709)	(7796)	(2614)	(2614)	(2614)
资本支出	(3978)	(3037)	(4000)	(4000)	(4000)
其他投资	(28731)	(4760)	1386	1386	1386
<b>筹资活动现金流</b>	(7278)	(13473)	(15423)	(8730)	(23039)
借款变动	3970	(6174)	(10345)	0	(13112)
普通股增加	(0)	(41)	0	0	0
资本公积增加	(577)	(191)	0	0	0
股利分配	(7639)	(7766)	(5693)	(9207)	(10293)
其他	(3032)	700	615	477	366
<b>现金净增加额</b>	<b>(18248)</b>	<b>(6925)</b>	<b>(4119)</b>	<b>4304</b>	<b>(9075)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	115780	115931	121759	127423	135337
营业成本	76299	75654	78965	82725	87593
营业税金及附加	733	672	706	739	785
营业费用	21982	21545	23070	22814	23954
管理费用	4465	4696	4932	5161	5482
研发费用	870	915	961	1006	1068
财务费用	(592)	(691)	(615)	(477)	(366)
资产减值损失	(5231)	(999)	(799)	(799)	(799)
公允价值变动收益	(28)	38	38	38	38
其他收益	1016	1208	1208	1208	1208
投资收益	2402	140	140	140	140
<b>营业利润</b>	10182	13528	14327	16043	17409
营业外收入	78	66	66	66	66
营业外支出	133	600	600	600	600
<b>利润总额</b>	10127	12994	13793	15509	16875
所得税	1663	1480	1572	1846	2010
少数股东损益	11	(51)	(54)	(61)	(66)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8453</b>	<b>11565</b>	<b>12276</b>	<b>13723</b>	<b>14931</b>

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-8.2%	0.1%	5.0%	4.7%	6.2%
营业利润	-14.2%	32.9%	5.9%	12.0%	8.5%
归母净利润	-18.9%	36.8%	6.1%	11.8%	8.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.1%	34.7%	35.1%	35.1%	35.3%
净利率	7.3%	10.0%	10.1%	10.8%	11.0%
ROE	15.8%	21.4%	21.2%	21.6%	21.9%
ROIC	7.0%	10.4%	11.5%	12.5%	14.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.9%	61.5%	56.5%	55.4%	50.4%
净负债比率	32.7%	33.2%	26.8%	25.8%	18.1%
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
存货周转率	6.6	7.0	7.1	7.2	7.2
应收账款周转率	36.0	37.9	39.7	39.6	39.9
应付账款周转率	5.4	5.7	5.9	5.9	5.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.33	1.83	1.94	2.17	2.36
每股经营净现金	3.42	2.27	2.20	2.47	2.62
每股净资产	8.35	8.64	9.68	10.40	11.13
每股股利	1.22	0.90	1.46	1.63	1.77
<b>估值比率</b>					
PE	20.0	14.5	13.7	12.2	11.3
PB	3.2	3.1	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	13.5	10.9	10.1	9.2	8.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。