

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

伊利股份(600887)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵雷 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500524100003

邮箱: zhaolei@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座

邮编: 100031

26Q1 液奶增速回正，高基数下再创佳绩

2026年4月30日

事件：公司公布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年，公司实现营收 1159.31 亿元，同比+0.13%；实现归母净利润 115.65 亿元，同比+36.82%；实现扣非归母净利润 110.68 亿元，同比+84.13%。其中，25Q4 公司实现营收 253.67 亿元，同比-5.13%；实现归母净利润 11.39 亿元，同比+147.15%；实现扣非归母净利润 9.66 亿元，同比+138.66%。26Q1，公司实现营收 348.25 亿元，同比+5.47%；实现归母净利润 53.95 亿元，同比+10.68%；实现扣非归母净利润 53.29 亿元，同比+15.11%。

点评：

- **25Q4 收入受春节时点扰动，归母净利润扭亏为盈。**分品类看，25Q4 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品系列收入分别为 154.82 亿元、85.08 亿元和 3.94 亿元，同比-11.42%、+1.95%和+4.51%。我们认为液体乳下降主要系 2026 年春节靠后，叠加 25Q4 行业乳制品产量仍处下行趋势所致。公司在 25Q4 实现毛利率 31.91%，同比+1.12pct，我们推测系奶价同比仍有下降叠加品类结构优化所致。费用率方面略有增长，销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率同比分别+1.62pct、+0.75pct、-0.04pct 和+0.25pct。此外，25Q4 资产减值损失/收入同比+13.48pct，主要系 24Q4 澳优商誉减值及大包粉等存货减值损失过大，基数较低所致；投资收益/收入同比+0.80pct，我们推测系 24Q4 权益法核算的长期股权投资亏损较多，基数较低所致。因此，公司 25Q4 录得归母净利润率 4.49%，同比+13.52pct，归母净利润扭亏为盈。
- **26Q1 液体乳增速回正，归母净利润高基数下再创佳绩。**分品类看，26Q1 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品系列分别录得收入 200.96 亿元、93.53 亿元和 43.97 亿元，同比+2.32%、+6.13%和+7.11%。行业层面看，26Q1 乳制品产量同比+7.5%，叠加今年春节偏晚的因素，公司液体乳时隔两年首次增速回正，而奶粉延续去年增长态势。毛利率端，公司 26Q1 实现 38.37%，同比+0.70pct，我们推测系奶价同比仍有下降叠加品类结构优化所致。26Q1 费用率持续收缩，销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率同比分别-0.21pct、-0.10pct、-0.09pct 和-0.09pct。此外，公允价值变动收益/收入同比-0.23pct，我们推测系公司持有的金融资产或负债价格波动所致；投资收益/收入同比+0.39pct，主要系对联营企业和合营企业的投资收益；其他收益/收入同比-0.30pct，我们推测系政府补助有所减少所致。尽管去年同期归母净利润率已达 14.76%，公司 26Q1 仍实现 15.49%的归母净利润率，在高基数下再创佳绩。
- **上市三十周年，乳业龙头领航。**今年是伊利上市的第三十周年。在过去三十年中，公司奋发有为，营收增长超 500 倍，盈利规模跃升超 700 倍，市值提升近 400 倍，成为亚洲第一，全球第一阵营的乳制品龙头企业。2025 年，公司液体乳业务稳居行业第一，低温液态奶逆势取得增长；冷饮业务连续 31 年领跑行业，2025 年实现双位数增长。在奶粉及

奶制品方面，公司奶粉整体销量稳居中国市场第一，婴配粉中国市场份额第一，同时实现双位数增长；成人粉稳居行业第一，市场份额扩大至25%；奶酪业务也实现强劲增长，特别是to B业务表现出色。此外，公司积极推新，2025年新品收入占比提升至16.4%。同时，公司在2021年对投资者承诺的9%-10%净利润率目标也已如期达成。

- **稳中求进，高分红回报投资者。**根据公司2025年年报，公司2026年计划实现营业总收入1215亿元，同比+4.8%；利润总额136亿元，同比+4.7%，整体基调稳中求进。另一方面，公司2025年拟分红总额87.29亿元，占归母净利润75.48%，符合公司2025-2027年每年分红总额不低于当年归母净利润75%的目标。
- **盈利预测与投资评级：液奶趋势好转，估值低位把握机遇。**公司在2025年顺利收官，同时26Q1液态奶增长时隔两年首度回正，我们期待这一趋势能在接下来的几个季度进一步确认。公司2026年4月29日收盘价对应股息率达5.19%，市盈率位于过去十年低位，我们认为低估+液奶增速回正有望推动公司估值迎来修复。我们预计公司2026-2028年EPS为1.90/2.05/2.24元，分别对应2026-2028年14X/13X/12X PE，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧，终端需求恢复不及预期**

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	115,780	115,931	121,563	127,724	134,380
增长率 YoY %	-8.2%	0.1%	4.9%	5.1%	5.2%
归母净利润(百万元)	8,453	11,565	12,037	12,981	14,167
增长率 YoY%	-18.9%	36.8%	4.1%	7.8%	9.1%
毛利率%	34.1%	34.7%	34.8%	35.0%	35.1%
净资产收益率ROE%	15.9%	21.2%	18.0%	16.2%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	1.33	1.83	1.90	2.05	2.24
市盈率 P/E(倍)	22.69	15.63	13.96	12.95	11.86
市净率 P/B(倍)	3.59	3.31	2.51	2.09	1.78

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2026年4月29日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	66,619	66,370	74,328	86,962	104,741	
货币资金	25,404	19,495	27,590	39,111	55,781	
应收票据	251	7	263	276	291	
应收账款	2,878	2,987	3,164	3,324	3,498	
预付账款	1,176	1,197	1,189	1,246	1,309	
存货	10,745	10,823	10,389	11,263	12,112	
其他	26,165	31,860	31,733	31,741	31,752	
非流动资产	87,099	85,729	83,647	83,467	83,801	
长期股权投资	3,992	4,144	4,144	4,144	4,144	
固定资产(合计)	34,619	34,386	32,953	33,012	33,503	
无形资产	4,780	4,755	4,855	4,955	5,055	
其他	43,708	42,443	41,695	41,355	41,099	
资产总计	153,718	152,099	157,975	170,429	188,542	
流动负债	89,925	91,053	84,530	83,689	87,422	
短期借款	36,355	45,631	40,775	38,323	40,292	
应付票据	969	1,651	977	1,024	1,076	
应付账款	12,313	11,479	13,026	13,656	14,346	
其他	40,288	32,292	29,751	30,686	31,707	
非流动负债	6,786	2,501	2,501	2,601	2,701	
长期借款	4,687	472	472	572	672	
其他	2,099	2,029	2,029	2,029	2,029	
负债合计	96,710	93,554	87,031	86,291	90,123	
少数股东权益	3,828	3,889	3,901	3,914	3,928	
归属母公司股东	53,180	54,656	67,044	80,225	94,492	
负债和股东权益	153,718	152,099	157,975	170,429	188,542	

重要财务指标		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	115,78	115,93	121,56	127,72	134,38	
同比(%)	-8.2%	0.1%	4.9%	5.1%	5.2%	
归母净利润	8,453	11,565	12,037	12,981	14,167	
同比(%)	-18.9%	36.8%	4.1%	7.8%	9.1%	
毛利率(%)	34.1%	34.7%	34.8%	35.0%	35.1%	
ROE(%)	15.9%	21.2%	18.0%	16.2%	15.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.33	1.83	1.90	2.05	2.24	
P/E	22.69	15.63	13.96	12.95	11.86	
P/B	3.59	3.31	2.51	2.09	1.78	
EV/EBITDA	14.22	12.15	9.48	8.11	6.79	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	115,78	115,93	121,563	127,72	134,38	
营业成本	76,299	75,654	79,242	83,077	87,272	
营业税金及附加	733	672	729	766	806	
销售费用	21,982	21,545	22,611	23,501	24,457	
管理费用	4,465	4,696	4,863	5,109	5,375	
研发费用	870	915	985	1,035	1,088	
财务费用	-592	-691	-473	-422	-454	
减值损失合计	-5,231	-999	-1,190	-990	-890	
投资净收益	2,417	147	243	26	40	
其他	973	1,239	1,082	1,124	1,183	
营业利润	10,182	13,528	13,742	14,818	16,167	
营业外收支	-55	-534	-50	-51	-51	
利润总额	10,127	12,994	13,692	14,766	16,115	
所得税	1,663	1,480	1,643	1,772	1,934	
净利润	8,464	11,514	12,049	12,994	14,182	
少数股东损益	11	-51	12	13	14	
归母净利润	8,453	11,565	12,037	12,981	14,167	
EBITDA	15,276	17,460	19,198	20,722	22,623	
EPS(当年)(元)	1.33	1.83	1.90	2.05	2.24	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	21,740	14,344	22,022	21,031	22,843	
净利润	8,464	11,514	12,049	12,994	14,182	
折旧摊销	4,612	4,595	5,991	6,391	6,975	
财务费用	1,026	6	1,012	930	928	
投资损失	-2	-2,417	-147	-243	-26	
营运资金变动	-90	5,102	-563	-665	-356	
其它	1,409	4,953	1,498	1,242	1,142	
投资活动现金流	-16,044	-32,709	-3,897	-6,329	-7,516	
资本支出	-6,893	-3,842	-3,908	-6,351	-7,551	
长期投资	-9,331	-29,01	-1	-2	-3	
其他	179	146	12	25	39	
筹资活动现金流	7,258	-7,278	-10,403	-8,386	-11,16	
吸收投资	162	0	40	0	0	
借款	15,363	-10,41	-8,856	-7,030	-10,16	
支付利息或股息	-8,416	-9,092	-1,587	-1,356	-995	
现金净增加额	9,624	-18,26	4,636	5,001	2,469	

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。