

利润表现超预期，龙头韧性凸显

伊利股份 (600887.SH)

核心观点

2025 年伊利高质量收官，利润率提升至 9.98%，26Q1 液奶表现回升带动整体收入增长 5.47%，产业周期磨底阶段彰显龙头韧性。2026 年，原奶价格企稳与温和回升预期有望带动龙头液奶表现逐步好转，成人粉、乳品深加工、冷饮、牛肉等业务在新品与渠道深耕带动下有望继续双位数以上增长，优然等牧业公司报表好转预期进一步增厚公司利润表，我们看好全年收入中个位数增长、利润中高个位数增长。

事件

公司发布 2025 年报及 2026 年一季报

公司 2025 年实现营业收入 1159.31 亿元，同比+0.13%，归母净利润 115.65 亿元，同比+36.82%，扣非归母净利润 110.68 亿元，同比+84.13%。其中，25Q4 实现营业收入 253.67 亿元，同比+5.13%，归母净利润 11.39 亿元，同比-147.15%，扣非归母净利润 9.66 亿元，同比-138.66%。

公司 26Q1 实现营业收入 348.25 亿元，同比+5.47%，归母净利润 53.95 亿元，同比+10.68%，扣非归母净利润 53.29 亿元，同比+15.11%。

简评

优化结构重构增量，周期底部显韧性

2025 年，乳制品市场需求平淡之际，伊利重点把握产品与渠道结构性机会，彰显龙头韧性。分品类看，2025 年液体乳收入 704.22 亿元，同比-6.11%；奶粉及奶制品 327.69 亿元，同比+10.42%；冷饮产品 98.22 亿元，同比+12.63%；其他 15.32 亿元，同比+112.26%。2025 年公司顺应市场趋势把握品类增量机遇，持续研发创新推新品，整体表现出色，全年新品贡献收入占比达到 16.4%。液奶端，常温延续疲软态势，但伊利市场份额稳中有升；发力低温白奶品类，营收增长 20% 以上，其中低温活性乳酸菌饮料营收增长 40% 以上。奶粉及奶制品端，婴配粉市场份额上升至行业第一，成人羊奶粉营收增长 20% 以上。

26Q1，旺季表现稳中有升，液奶表现回正，行业呈平稳复苏态势。液体乳、奶粉及奶制品、冷饮、其他收入分别同比+2.32%、+6.13%、+7.10%、+241.04%。婴配粉受出生人口下降预计有所降速，其他业务预计在牛肉带动下增长显著。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2026 年 04 月 30 日

当前股价：26.57 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------------|-----------|--------------|
| 1.57/-3.38 | 1.64/2.70 | -7.10/-32.01 |
| 12 月最高/最低价 (元) | | 30.98/25.25 |
| 总股本 (万股) | | 632,536.07 |
| 流通 A 股 (万股) | | 629,392.97 |
| 总市值 (亿元) | | 1,680.65 |
| 流通市值 (亿元) | | 1,672.30 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | 4677.35 |
| 主要股东 | | |
| 呼和浩特投资有限责任公司 | | 8.51% |

股价表现



渠道方面，2025 年经销、直销收入 1103.08 亿元、42.37 亿元，同比-0.44%、+27.43%。直销渠道高增长，与公司持续发力 B 端客户、新零售等业务密切相关，B 端低温奶双位数增长，餐饮端奶酪、乳脂同增 30% 以上，液奶新兴渠道会员店、零食店、即时零售、2B 渠道均实现营收双位数增长。

低价奶推动毛利率提升，费用投放更加高效，净利率持续提升

2025 年公司毛利率 34.74%，同比+0.64pcts，归母净利率 9.98%，同比+2.68pcts；25Q4 毛利率 32.1%，同比+1.1pcts，归母净利率 4.49%，同比+13.52pcts；26Q1 毛利率 38.52%，同比+0.7pcts，归母净利率 15.49%，同比+0.73pcts。

毛利率方面，一方面 2025 年以来奶价持续下行，优化原材料成本，另一方面产业与渠道结构改善，高毛利的低温品类、奶粉、奶酪、冷饮等业务增速显著高于整体。

费用端，2025 年销售费用率 18.58%，同比-0.4pcts，管理费用率 4.05%，同比+0.19pcts；2026Q1 销售费用率 16.71%，同比-0.21pcts，管理费用率 3.67%，同比-0.1pcts。2025 年以来伊利调整广宣、促销模式，减少传统大媒体广告投入，利用自媒体广告提升广告精准度，提升费用效率。

资产处置与减值方面，2025 年奶牛养殖业持续去化，下游需求结构改善，社会散奶价格回升，伊利等龙头企业喷粉量减少，且伊利大幅减少商誉减值，使得全年资产减值损失 7.30 亿元（同期 46.76 亿元），保理风险准备大幅减少使得信用减值损失减少 51.6%至 2.68 亿元。

盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现收入 1215.07、1283.42、1355.43 亿元，实现归母净利润 123.04、134.92、150.55 亿元，对应 EPS 为 1.95、2.13、2.38 元，对应 PE 为 13.66X、12.46X、11.16X。

风险提示：

1、食品安全风险：食品安全问题始终是消费者的关注热点，企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。**2、原奶价格快速上行风险：**乳品成本中直接材料占比较高，其中原奶及奶粉占比较大。近年来主要原奶进口地逐渐降低产能，叠加饲料成本高位，原奶成本若超预期上行，将影响企业盈利水平。**3、行业竞争加剧风险：**近年国内乳制品消费相对疲软，各品牌为了保证市场份额，费用投放力度较大，价格竞争现象频发，如果缺乏有效的经营举措，则公司有可能面临市场份额下降、经营业绩下滑、发展速度放缓的风险。

重要财务指标

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 115,393.31 | 115,636.23 | 121,507.39 | 128,342.14 | 135,543.14 |
| YoY(%) | -8.24 | 0.21 | 5.08 | 5.62 | 5.61 |
| 净利润(百万元) | 8,452.86 | 11,565.17 | 12,304.09 | 13,491.74 | 15,055.30 |
| YoY(%) | -18.94 | 36.82 | 6.39 | 9.65 | 11.59 |
| 毛利率(%) | 33.88 | 34.58 | 34.89 | 35.04 | 35.16 |
| 销售净利率(%) | 7.33 | 10.00 | 10.13 | 10.51 | 11.11 |
| ROE(%) | 15.89 | 21.16 | 21.31 | 22.08 | 23.21 |
| EPS(摊薄/元) | 1.34 | 1.83 | 1.95 | 2.13 | 2.38 |
| P/E(倍) | 19.88 | 14.53 | 13.66 | 12.46 | 11.16 |
| P/B(倍) | 3.16 | 3.07 | 2.91 | 2.75 | 2.59 |

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk