

## 公司研究

## 经营持续向好，释放利润弹性

## ——伊利股份（600887.SH）2025 年年报及 2026 年一季报业绩点评

## 要点

**事件：**伊利股份公布 2025 年年报和 2026 年一季报，2025 年全年实现营业收入 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 单季度实现营业收入 253.67 亿元，同比-5.13%；归母净利润 11.39 亿元，24 年同期为归母净亏损 24.16 亿元；扣非归母净利润 9.66 亿元，24 年同期为扣非归母净亏损 24.98 亿元。26Q1 单季度实现营业收入 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%。

**液奶重新实现正增长，其他品类增势良好。** 1) **液体乳** 26Q1 实现收入 200.96 亿元，同比+2.32%。经过前期的库存梳理、质价比产品推出以及积极拥抱新渠道等经营调整，公司常温液奶重新回到正增长轨道，且库存水平保持良性。其中金典收入增长更快，产品结构持续优化。2025 年常温液奶在零食量贩、会员店、即时零售等新渠道均实现了营收同比双位数以上增长的良好表现，2026 年公司继续推进新渠道的合作，增长表现有望延续。低温品类增势良好，盈利能力持续改善。2) **奶粉及奶制品** 26Q1 实现收入 93.53 亿元，同比+6.13%。其中婴配粉市场份额持续提升，成人营养品和奶酪业务营收同比实现双位数以上增长。公司注重 2B 业务拓展，2025 年实现较高收入增速，2026 年有望保持较好增势。3) **冷饮产品** 26Q1 实现收入 43.97 亿元，同比+7.10%，保持稳健增长态势。

**毛利率提升，盈利能力增强。** 毛利率方面，2025 全年/25Q4/ 26Q1 公司毛利率分别为 34.74%/32.10%/38.52%；26Q1 同比+0.70pcts，环比+6.42pcts，收入端的增长恢复叠加原奶成本红利，带动公司毛利率的同环比改善。**费用端**，2025 全年/25Q4/26Q1 销售费用率分别为 18.58%/19.68%/16.71%；26Q1 同比-0.21pcts，环比-2.96pcts，公司注重提高费用使用效率，销售费用率同环比降低。2025 全年/25Q4/26Q1 管理费用率分别为 4.05%/4.82%/3.67%；26Q1 同比-0.10pcts，环比-1.15pcts。**综合来看**，2025 全年/25Q4/26Q1 公司归母净利率分别为 9.98%/4.49%/15.49%；26Q1 同比+0.73pcts，环比+11.00pcts。扣非归母净利率分别为 9.55%/3.81%/15.30%；26Q1 同比+1.28pcts，环比+11.50pcts，盈利能力明显提升。

**盈利预测、估值与评级：**我们基本维持 2026-2027 年归母净利润预测值 122.71/132.55 亿元不变，新增 2028 年归母净利润预测为 141.95 亿元。对应 2026-2028 年 EPS 为 1.94/2.10/2.24 元，当前股价对应 P/E 分别为 14/13/12 倍。公司作为头部乳企，中长期优势明晰，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求恢复低于预期，原材料成本波动，核心产品增长不达预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	115,780	115,931	121,711	127,523	133,554
营业收入增长率	-8.24%	0.13%	4.99%	4.77%	4.73%
归母净利润 (百万元)	8,453	11,565	12,271	13,255	14,195
归母净利润增长率	-18.94%	36.82%	6.11%	8.02%	7.09%
EPS (元)	1.33	1.83	1.94	2.10	2.24
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.89%	21.16%	21.09%	21.09%	20.95%
P/E	21	15	14	13	12
P/B	3.3	3.2	3.0	2.8	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-30；注：2024 年总股本数为 63.659 亿股；2025-2028 年总股本数为 63.254 亿股

## 买入（维持）

当前价：27.46 元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	63.25
总市值(亿元):	1736.94
一年最低/最高(元):	25.13/29.50
近 3 月换手率:	44.19%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.01	2.11	-29.72
绝对	4.02	4.25	-2.22

资料来源：Wind

## 相关研报

业务多元，趋势向好——伊利股份（600887.SH）2025 年三季报点评（2025-10-31）  
业绩改善，盈利增强——伊利股份（600887.SH）2025 年中报点评（2025-09-02）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	115,780	115,931	121,711	127,523	133,554
营业成本	76,299	75,654	79,478	83,113	86,818
折旧和摊销	4,324	4,427	4,302	4,586	4,888
税金及附加	733	672	706	740	775
销售费用	21,982	21,545	22,862	23,928	25,007
管理费用	4,465	4,696	4,966	5,127	5,343
研发费用	870	915	952	989	1,026
财务费用	-592	-691	-521	-597	-497
投资收益	2,417	147	200	200	200
营业利润	10,182	13,528	14,125	15,236	16,217
利润总额	10,127	12,994	13,871	14,982	16,043
所得税	1,663	1,480	1,580	1,706	1,827
净利润	8,464	11,514	12,291	13,275	14,215
少数股东损益	11	-51	20	20	20
归属母公司净利润	8,453	11,565	12,271	13,255	14,195
EPS(元)	1.33	1.83	1.94	2.10	2.24

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	21,740	14,344	28,877	18,500	23,519
净利润	8,453	11,565	12,271	13,255	14,195
折旧摊销	4,324	4,427	4,302	4,586	4,888
净营运资金增加	4,825	8,950	-12,578	-1,009	-4,668
其他	4,137	-10,599	24,882	1,668	9,103
投资活动产生现金流	-32,709	-7,796	-5,012	-5,012	-5,012
净资本支出	-3,842	-2,940	-5,200	-5,200	-5,200
长期投资变化	3,992	4,144	0	0	0
其他资产变化	-32,860	-9,000	188	189	189
融资活动现金流	-7,278	-13,473	-33,623	-13,024	-18,025
股本变化	0	-41	0	0	0
债务净变化	-7,166	247	-25,415	-5,017	-9,229
无息负债变化	9,576	-3,403	6,588	936	2,607
净现金流	-18,266	-6,869	-9,758	465	483

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	34.1%	34.7%	34.7%	34.8%	35.0%
EBITDA 率	18.6%	16.2%	15.6%	15.7%	15.9%
EBIT 率	14.8%	12.4%	12.0%	12.1%	12.3%
税前净利润率	8.7%	11.2%	11.4%	11.7%	12.0%
归母净利润率	7.3%	10.0%	10.1%	10.4%	10.6%
ROA	5.5%	7.6%	9.0%	9.7%	10.5%
ROE (摊薄)	15.9%	21.2%	21.1%	21.1%	21.0%
经营性 ROIC	17.4%	14.3%	16.8%	17.8%	19.9%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	63%	62%	55%	51%	47%
流动比率	0.74	0.73	0.69	0.73	0.78
速动比率	0.62	0.61	0.55	0.54	0.57
归母权益/有息债务	1.06	1.08	2.32	3.13	6.24
有形资产/有息债务	2.87	2.83	5.08	6.36	11.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	153,718	152,099	136,834	137,425	135,726
货币资金	25,404	19,495	9,737	10,202	10,684
交易性金融资产	6	3	3	3	3
应收账款	2,878	2,987	3,142	3,257	3,337
应收票据	251	7	8	8	8
其他应收款 (合计)	126	121	127	133	139
存货	10,745	10,823	10,720	12,979	13,209
其他流动资产	17,125	17,983	12,781	11,037	9,228
流动资产合计	66,619	66,370	50,142	50,069	48,008
其他权益工具	2,095	2,750	2,750	2,750	2,750
长期股权投资	3,992	4,144	4,144	4,144	4,144
固定资产	34,619	34,386	34,455	34,499	34,610
在建工程	2,949	1,354	1,852	2,101	1,991
无形资产	4,780	4,755	5,130	5,496	5,852
商誉	2,337	2,182	2,197	2,197	2,197
其他非流动资产	29,259	28,747	28,747	28,747	28,747
非流动资产合计	87,099	85,729	86,692	87,356	87,717
总负债	96,710	93,554	74,727	70,647	64,025
短期借款	36,355	45,631	20,216	15,199	5,970
应付账款	12,313	11,479	12,716	11,636	12,155
应付票据	969	1,651	1,590	1,662	1,736
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	11,429	10,446	15,648	17,391	19,201
流动负债合计	89,925	91,053	72,226	68,145	61,524
长期借款	4,687	472	472	472	472
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	796	780	780	780	780
非流动负债合计	6,786	2,501	2,501	2,501	2,501
股东权益	57,008	58,544	62,107	66,778	71,701
股本	6,366	6,325	6,325	6,325	6,325
公积金	16,412	15,462	15,462	15,462	15,462
未分配利润	32,229	33,041	36,583	41,235	46,138
归属母公司权益	53,180	54,656	58,198	62,850	67,752
少数股东权益	3,828	3,889	3,909	3,929	3,949

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	18.99%	18.58%	18.78%	18.76%	18.72%
管理费用率	3.86%	4.05%	4.08%	4.02%	4.00%
财务费用率	-0.51%	-0.60%	-0.43%	-0.47%	-0.37%
研发费用率	0.75%	0.79%	0.78%	0.78%	0.77%
所得税率	16%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	1.22	1.38	1.36	1.47	1.57
每股经营现金流	3.42	2.27	4.57	2.92	3.72
每股净资产	8.35	8.64	9.20	9.94	10.71
每股销售收入	18.19	18.33	19.24	20.16	21.11

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	21	15	14	13	12
PB	3.3	3.2	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	9.9	11.5	10.6	9.8	8.8
股息率	4.4%	5.0%	5.0%	5.4%	5.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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%至 15%；
	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；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼