



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月01日

基础数据

04月30日收盘价（元）	27.46
总市值（亿元）	1,736.94
总股本（亿股）	63.25

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】伊利股份：五年规划目标积极，稳增长的红利资产-2025.11.19

【兴证食饮】伊利股份：Q3液奶承压，奶粉延续增势-2025.11.04

【兴证食饮】伊利股份：收入稳健增长，盈利能力大幅提升-2025.08.29

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003
jinhan@xyzq.com.cn

伊利股份(600887.SH)

Q1液奶恢复增长，业绩超预期

投资要点：

- **事件：**公司发布2025年报和2026年一季报：25年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为1159.31/115.65/110.68亿元，同比+0.13%/+36.82%/+84.13%；25Q4营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为253.67/11.39/9.66亿元，同比-5.13%/+147.15%/+138.66%。26Q1营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为348.25/53.95/53.29亿元，同比+5.47%/+10.68%/+15.11%。此外，公司25年合计派发现金红利总额87.29亿元，分红率75.48%，现金分红和回购金额合计占归母净利润的77.63%。
- **25年液奶承压，奶粉、冷饮等品类表现亮眼。**25年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品营收同比-6.1%/+10.4%/+12.6%/+112.3%，其中Q4营收分别同比-11.4%/+1.9%/+4.5%/+326.1%。公司四季度主动调控，以渠道去库为主，液奶收入同比双位数下滑。25年液奶销量同比-1.9%、吨价同比-4.3%，预计常温品类收入同比下滑中高个位数，基础白奶表现好于金典，乳饮料收入实现增长，低温品类收入预计高个位数增长，其中低温白奶收入增长20%+。奶粉及奶制品方面，25年生育补贴计划效果较好，一段新客增加，内生婴配粉收入实现较好增长，澳优收入同比增长；预计25年成人粉收入实现双位数增长，内部结构也在提升；面向餐饮专业客户的奶酪、乳脂业务营收同比增长30%+。渠道方面，25年直营收入42.37亿元，同比增长27.4%，公司积极把握渠道多元化机遇，会员店等新渠道快速拓展。
- **25年毛销差大幅改善，剔除24年卖矿及澳优商誉减值影响后归母净利润同比+23.7%，盈利能力提升超预期。**25年毛利率34.58%，同比+0.70pct；Q4毛利率31.91%，同比+1.12pct，主要系结构影响、原奶成本贡献。25年销售费用率为18.63%，同比-0.42pct，其中Q4销售费用率为19.73%，同比+1.61pct，全年费率管控较好，四季度增加渠道费用促进去库。25年毛销差同比+1.12pct，其中Q4毛销差同比-0.50pct。其他科目：25年其他收益同比增加1.91亿元，主要系政府补助变化；投资收益同比减少22.70亿元，主要系24年转让具备矿产资源勘查许可证的控股子公司昌吉盛新，但联营及投资企业经营改善带来投资收益同比增加2.96亿元；资产减值损失同比改善39.45亿元，主要系24年澳优商誉减值30.37亿元，25年喷粉减值大幅改善；信用减值损失改善2.87亿元；营业外支出同比增加4.67亿元，系婴配粉生育补贴计划确认支出；所得税税率同比-5.03pct，主要系24年减值影响当期基数较高。综合考虑以上因素，25年归母净利率为9.98%，同比+2.68pct；剔除卖矿及澳优商誉减值影响后25年归母净利润同比+23.7%、归母净利率同比+1.90pct，其中Q4归母净利润同比+64.36%，归母净利率4.49%、同比+1.90pct。
- **26Q1液奶恢复增长，净利率在高基数下依旧强势提升。**Q1液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品收入同比+2.3%/+6.1%/+7.1%/+241.0%。液奶方面，春节动销环比改善，节后库存处于合理水平，预计Q1常温白奶恢复增长，春节送礼属性下金典表现好于基础白奶，低温品类延续增长。利润端，Q1毛利率为38.37%，同比+0.71pct，主要系结构优化、成本贡献；销售费用率为16.75%，同比-0.21pct，费效比改善；毛销差同比大幅扩大0.92pct。Q1归母净利率为15.49%，同比+0.73pct，盈利能力持续强化。
- **盈利预测与投资建议：**公司作为乳品龙头业绩稳健增长，并持续通过稳定高分红回报股东，计划2026-2027年将保持分红率不低于75%，对应股息率5.4%，具备绝对收益配置价值。根据最新公告相应调整盈利预测，预计2026-2028年公司实现营收1217.07/1281.18/1355.69亿元，同比+5.0%/+5.3%/+5.8%，归母净利润

125.35/135.75/146.92 亿元，同比+8.4%/+8.3%/+8.2%，对应 2026 年 4 月 30 日收盘价，PE 为 13.9/12.8/11.8X，维持“增持”评级。

- 风险提示：行业竞争加剧、原材料价格波动、食品安全风险、动销不达预期风险。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	115931	121707	128118	135569
同比增长	0.1%	5.0%	5.3%	5.8%
归母净利润（百万元）	11565	12535	13575	14692
同比增长	36.8%	8.4%	8.3%	8.2%
毛利率	34.6%	34.6%	34.5%	34.4%
ROE	21.2%	21.4%	21.7%	21.9%
每股收益（元）	1.83	1.98	2.15	2.32
市盈率	15.0	13.9	12.8	11.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	66370	76688	77674	79608
货币资金	19495	29730	29916	31066
交易性金融资产	3	3	3	3
应收票据及应收账款	2995	2809	2908	2892
预付款项	1197	1569	1656	1755
存货	10823	10402	10601	10878
其他	31856	32174	32590	33014
非流动资产	85729	88381	90500	92562
长期股权投资	4144	4519	4969	6950
固定资产	34386	34128	33343	31084
在建工程	1357	1204	1082	1040
无形资产	4755	5711	6489	7363
商誉	2182	2631	3181	2912
其他	38905	40187	41435	43213
资产总计	152099	165068	168174	172170
流动负债	91053	100212	99332	98999
短期借款	45631	42631	39631	36631
应付票据及应付账款	13130	27143	28707	30390
其他	32292	30438	30994	31979
非流动负债	2501	2518	2491	2477
长期借款	472	442	442	442
其他	2029	2076	2049	2035
负债合计	93554	102730	101823	101477
股本	6325	6285	6285	6285
未分配利润	33041	36017	38054	40257
少数股东权益	3889	3833	3773	3708
股东权益合计	58544	62338	66351	70693
负债及权益合计	152099	165068	168174	172170

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	11565	12535	13575	14692
折旧和摊销	4595	5872	6372	6552
营运资金的变动	-2699	11485	732	1320
经营活动产生现金流量	14344	31440	22156	23986
资本支出	-2940	-7310	-6814	-5077
长期投资	-5901	-1749	-2196	-4072
投资活动产生现金流量	-7796	-8927	-8871	-9002
债权融资	-1089	-2984	-3027	-3020
股权融资	119	0	0	0
融资活动产生现金流量	-13473	-13374	-13100	-13834
现金净变动	-6869	9195	186	1151

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	115931	121707	128118	135569
营业成本	75654	79359	83763	88736
税金及附加	672	706	743	787
销售费用	21545	22545	23248	24290
管理费用	4696	4735	4857	5004
研发费用	915	958	1009	1067
财务费用	-691	-756	-768	-816
投资收益	147	162	170	178
公允价值变动收益	38	0	0	0
信用减值损失	-268	-215	-193	-174
资产减值损失	-730	-619	-603	-604
营业利润	13528	14491	15684	16967
营业外收支	-534	-310	-326	-345
利润总额	12994	14181	15358	16621
所得税	1480	1702	1843	1995
净利润	11514	12479	13515	14627
少数股东损益	-51	-56	-60	-65
归属母公司净利润	11565	12535	13575	14692
EPS(元)	1.83	1.98	2.15	2.32

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	0.1%	5.0%	5.3%	5.8%
营业利润增长率	32.9%	7.1%	8.2%	8.2%
归母净利润增长率	36.8%	8.4%	8.3%	8.2%
盈利能力				
毛利率	34.6%	34.6%	34.5%	34.4%
归母净利率	10.0%	10.3%	10.6%	10.9%
ROE	21.2%	21.4%	21.7%	21.9%
偿债能力				
资产负债率	61.5%	62.2%	60.5%	58.9%
流动比率	0.73	0.77	0.78	0.80
速动比率	0.25	0.33	0.33	0.35
营运能力				
资产周转率	75.8%	76.7%	76.9%	79.7%
每股资料(元)				
每股收益	1.83	1.98	2.15	2.32
每股经营现金	2.27	4.97	3.50	3.79
估值比率(倍)				
PE	15.0	13.9	12.8	11.8
PB	3.2	3.0	2.8	2.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn