

## 2025 顺利收官, 26Q1 液奶恢复增长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年报及 2026 年一季报。2025 年实现营业总收入 1159.3 亿元, 同比+0.1%, 实现归母净利润 115.7 亿元, 同比+36.8%, 实现扣非归母净利润 110.7 亿元, 同比+84.1%; 其中 25Q4 实现营收 253.7 亿元, 同比-5.1%, 归母净利润为 11.4 亿元, 去年同期为 -24.2 亿元。26Q1 实现营业总收入 348.3 亿元, 同比+5.5%, 实现归母净利润 54 亿元, 同比+10.7%, 实现扣非归母净利润 53.3 亿元, 同比+15.1%。此外, 公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.90 元(含税), 考虑 25 年中期分红则年度合计分红金额为 87.3 亿元, 分红率达到 75.48%。
- **2025 奶粉及冷饮表现亮眼, 26Q1 液奶收入增速转正。** 2025 年液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品分别实现营业收入 704 亿元(-6.1%)、328 亿元(+10.4%)、98 亿元(+12.6%); 1) 液体乳: 液奶零售额市占率稳居行业第一, 25 年收入下滑主要系公司主动控货去库以及需求疲软所致; 量价方面全年液奶销量同比 -1.9%、吨价同比 -4.3%。2) 奶粉: 2024 年公司婴配粉零售额市占率达 18.3%, 同比提升 1pp。公司持续完善成人营养品产品矩阵, 目前在成人奶粉零售市场份额已达到 25%。3) 冷饮: 公司持续推进产品创新, 冷饮业务实现双位数增长, 目前冷饮业务线上、线下零售额市场份额均为行业第一。26Q1 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品收入增速分别为 +2.3%/+6.1%/+7.1%/+241%; 液奶 26Q1 受春节错峰影响动销环比改善, 预计低温品类延续增长态势, 常温白奶恢复正增长。
- **毛利率持续提升, 盈利能力改善。** 1、2025 年、26Q1 毛利率分别为 34.7% (+0.6pp)、38.5% (+0.7pp), 毛利率提升主要系原奶价格持续下行及产品结构提升所致。2、2025 年销售费用率、管理费用率分别为 18.6% (-0.4pp)、4.1% (+0.2pp); 全年销售费用率下行主要系公司持续优化广告费用投放效率。26Q1 销售费用率、管理费用率分别为 16.7% (-0.2pp)、3.7% (-0.1pp), 整体费用率持续优化。3、综合来看, 2025 年、26Q1 净利率分别为 9.9% (+2.6pp)、15.6% (+0.6pp)。
- **液奶龙头地位稳固, 业绩稳健增长确定性强。** 战略层面, 公司 1) 将继续以消费者需求为导向, 聚焦健康食品领域, 成为健康食品行业发展的引领者; 2) 稳步推进国际化战略, 持续开拓海外市场; 3) 持续推进精益管理, 提升供应链效率; 继续围绕产品创新、营销、供应链等价值链环节加快数智化转型。展望未来, 随着 25 年渠道库存去化充分, 26 年液奶收入有望持续回暖; 利润方面随着原奶供给端产能去化持续, 叠加公司降费提效步履持续, 后续公司盈利能力改善空间充足。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2026-2028 年 EPS 分别为 1.93 元、2.08 元、2.26 元, 对应动态 PE 分别为 14 倍、13 倍、12 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原奶价格波动风险; 行业竞争加剧风险; 商誉计提大额减值损失风险; 食品安全风险; 乳制品下游需求持续疲软风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	1159.31	1217.46	1273.92	1324.58
增长率	0.13%	5.02%	4.64%	3.98%
归属母公司净利润(亿元)	115.65	121.83	131.74	143.04
增长率	36.82%	5.35%	8.13%	8.57%
每股收益EPS(元)	1.83	1.93	2.08	2.26
净资产收益率 ROE	19.67%	20.45%	21.97%	23.78%
PE	15	14	13	12
PB	2.97	2.93	2.91	2.90

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立  
执业证号: S1250523070009  
电话: 023-63786049  
邮箱: ssl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	63.25
流通 A 股(亿股)	62.94
52 周内股价区间(元)	25.25-30.98
总市值(亿元)	1,736.94
总资产(亿元)	1,567.45
每股净资产(元)	9.42

### 相关研究

1. 伊利股份(600887): 24 年顺利收官, 25Q1 扣非后盈利亮眼 (2025-05-08)

### 关键假设：

1) 公司液体乳业务稳健增长，随着公司持续发力新兴渠道，预计 2026-2028 年销量增速为 2%、2%、1%；随着产品结构升级，预计 2026-2028 年吨单价增速为 1%、0.5%、0.5%；

2) 奶粉及奶制品业务婴配粉及中老年奶粉共同发力，预计 2026-2028 年销量增速分别为 7%、7%、7%，吨单价增速分别为 1%、1%、1%；

3) 公司在国内冷饮产品稳居市场第一，同时持续推进产品创新，预计 2026-2028 年销量增速分别为 7%、6%、5%，吨单价增速分别为 2%、1.5%、1%。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
液体乳	收入	704	725	744	755
	增速	-6.1%	3.0%	2.5%	1.5%
	成本	483	497	510	515
	毛利率	31.4%	31.4%	31.4%	31.8%
奶粉及奶制品	收入	328	354	383	414
	增速	10.4%	8.1%	8.1%	8.1%
	成本	191	207	222	239
	毛利率	41.6%	41.6%	41.9%	42.2%
冷饮产品	收入	98	107	115	122
	增速	12.6%	9.1%	7.6%	6.1%
	成本	61	66	70	73
	毛利率	37.9%	38.5%	39.4%	40.0%
其他	收入	29	31	32	34
	增速	23.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	21	21.4	22.5	23.6
	毛利率	27.3%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	1159	1217	1274	1325
	增速	2.4%	5.0%	4.6%	4.0%
	成本	757	792	825	851
	毛利率	34.7%	35.0%	35.3%	35.7%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1159.31	1217.46	1273.92	1324.58	净利润	115.14	121.29	131.16	142.40
营业成本	756.54	791.73	824.83	851.32	折旧与摊销	44.42	25.38	25.70	25.83
营业税金及附加	6.72	7.28	7.62	7.92	财务费用	-6.91	13.76	12.85	11.92
销售费用	215.45	224.01	231.85	242.40	资产减值损失	-7.30	-10.00	-9.00	-9.00
管理费用	46.96	49.92	52.23	54.31	经营营运资本变动	-34.42	-113.13	3.90	-4.91
财务费用	-6.91	13.76	12.85	11.92	其他	32.51	13.72	7.89	8.36
资产减值损失	-7.30	-10.00	-9.00	-9.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>143.44</b>	<b>51.03</b>	<b>172.50</b>	<b>174.61</b>
投资收益	1.47	0.00	0.00	0.00	资本支出	16.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.38	0.56	0.36	0.43	其他	-94.91	137.51	0.36	0.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-77.96</b>	<b>137.51</b>	<b>0.36</b>	<b>0.43</b>
<b>营业利润</b>	<b>135.28</b>	<b>141.31</b>	<b>153.89</b>	<b>166.14</b>	短期借款	92.76	-90.23	-27.07	-17.51
其他非经营损益	-5.34	-2.69	-4.00	-3.40	长期借款	-42.14	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>129.94</b>	<b>138.62</b>	<b>149.89</b>	<b>162.74</b>	股权融资	-9.90	0.00	0.00	0.00
所得税	14.80	17.33	18.74	20.34	支付股利	-107.53	-115.33	-127.29	-140.54
净利润	115.14	121.29	131.16	142.40	其他	-67.92	-56.18	-12.85	-11.92
少数股东损益	-0.51	-0.54	-0.58	-0.63	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-134.73</b>	<b>-261.74</b>	<b>-167.21</b>	<b>-169.97</b>
归属母公司股东净利润	115.65	121.83	131.74	143.04	<b>现金流量净额</b>	<b>-68.69</b>	<b>-73.20</b>	<b>5.65</b>	<b>5.07</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	194.95	121.75	127.39	132.46	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	43.12	44.92	46.92	48.77	销售收入增长率	0.13%	5.02%	4.64%	3.98%
存货	108.23	108.61	114.27	118.37	营业利润增长率	32.86%	4.46%	8.90%	7.96%
其他流动资产	317.39	187.89	196.60	204.42	净利润增长率	36.04%	5.35%	8.13%	8.57%
长期股权投资	41.44	41.44	41.44	41.44	EBITDA 增长率	22.94%	4.43%	6.64%	5.95%
投资性房地产	7.06	7.06	7.06	7.06	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	357.40	335.41	313.10	290.65	毛利率	34.74%	34.97%	35.25%	35.73%
无形资产和开发支出	69.37	66.00	62.63	59.26	三费率	22.04%	23.63%	23.31%	23.30%
其他非流动资产	382.02	382.00	381.99	381.97	净利率	9.93%	9.96%	10.30%	10.75%
<b>资产总计</b>	<b>1520.99</b>	<b>1295.08</b>	<b>1291.39</b>	<b>1284.40</b>	ROE	19.67%	20.45%	21.97%	23.78%
短期借款	456.31	366.08	339.00	321.50	ROA	7.57%	9.37%	10.16%	11.09%
应付和预收款项	172.89	187.13	192.65	199.01	ROIC	26.28%	27.75%	27.95%	31.00%
长期借款	4.72	4.72	4.72	4.72	EBITDA/销售收入	14.90%	14.82%	15.11%	15.39%
其他负债	301.62	144.01	158.00	160.31	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>935.54</b>	<b>701.95</b>	<b>694.39</b>	<b>685.54</b>	总资产周转率	0.76	0.86	0.99	1.03
股本	63.25	63.25	63.25	63.25	固定资产周转率	3.36	3.62	3.99	4.43
资本公积	122.62	122.62	122.62	122.62	应收账款周转率	37.54	37.89	38.26	37.98
留存收益	362.41	368.91	373.36	375.86	存货周转率	6.75	7.15	7.13	7.10
归属母公司股东权益	546.56	554.79	559.24	561.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.49%	—	—	—
少数股东权益	38.89	38.35	37.76	37.13	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>585.44</b>	<b>593.14</b>	<b>597.00</b>	<b>598.86</b>	资产负债率	61.51%	54.20%	53.77%	53.37%
负债和股东权益合计	1520.99	1295.08	1291.39	1284.40	带息债务/总负债	49.28%	52.82%	49.50%	47.59%
					流动比率	0.73	0.68	0.72	0.76
					速动比率	0.61	0.52	0.55	0.58
					股利支付率	92.98%	94.66%	96.62%	98.26%
业绩和估值指标					每股指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	172.79	180.46	192.44	203.89	每股收益	1.83	1.93	2.08	2.26
PE	15.02	14.26	13.18	12.14	每股净资产	9.26	9.38	9.44	9.47
PB	2.97	2.93	2.91	2.90	每股经营现金	2.27	0.81	2.73	2.76
PS	1.50	1.43	1.36	1.31	每股股利	1.70	1.82	2.01	2.22
EV/EBITDA	9.51	8.77	8.06	7.49					
股息率	6.19%	6.64%	7.33%	8.09%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所  
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn