

600887.SH

买入

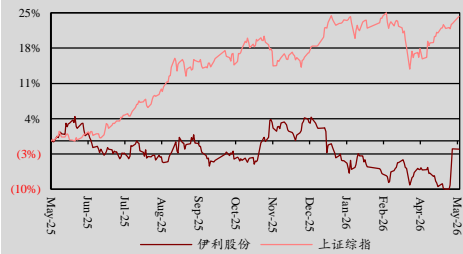
原评级: 买入

市场价格: 人民币 27.45

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 伊利股份公告 2025 年年报及 2026 年 1 季报, 公司营收端表现稳健, 液奶恢复增长, 其他类产品多维发力。2025 年归母净利润率创近年来新高。维持买入评级。

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(4.1)	4.3	1.4	(7.6)
相对上证综指	(7.5)	(2.9)	(1.0)	(33.0)

发行股数 (百万)	6,325.36
流通股 (百万)	6,293.93
总市值 (人民币 百万)	173,631.15
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,241.88
主要股东	
呼和浩特投资有限责任公司	8.51%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2026 年 5 月 6 日收市价为标准

相关研究报告

- 《伊利股份》20220428
- 《伊利股份》20220310
- 《伊利股份》20211208

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料乳品

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

伊利股份

1 季度常温液奶恢复增长, 公司盈利能力持续提升, 彰显龙头经营韧性

伊利股份公告 2025 年年报及 2026 年 1 季报。2025 年公司实现营收 1156.4 亿元, 同比+0.2%, 归母净利润 115.7 亿元, 同比+36.8%。1Q26 公司营收、归母净利润分别为 347.4 亿元、53.9 亿元, 同比增速分别为+5.5%、+10.7%。2025 年公司归母净利率为 10.0%, 同比+2.7pct, 创近年来新高, 盈利能力持续提升, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2025 年公司营收端企稳, 不同类产品多点开花。1Q26 液奶恢复增长, 实现良好开局。2025 年公司实现营收 1156.4 亿元, 同比+0.2%, 其中 4Q25 营收 253.0 亿元, 同比-5.1%。若平滑春节错期影响, 4Q25+1Q26 合计营收同比+0.7%, 其中 1Q26 实现较快增长, 营收增速为+5.5%。分具体产品来看, (1) 2025 年液体乳实现营收 704.2 亿元, 同比-6.1%, 营收占比同比-4.1pct, 其中量、价增速分别为-1.9%、-4.3%。液奶作为公司基本盘, 在行业整体需求承压的背景下, 公司较早对渠道库存主动调整, 同时布局高价比及定制化产品以满足消费者需求, 2025 年轻库存渠道管理策略效果逐渐显现, 液奶轻装上阵并于 1Q26 在去年同期高基数基础上实现转正, 营收增速为 2.3%。(2) 得益于公司在品牌深耕、产品创新和渠道建设三方面的协同发力, 公司奶粉业务表现亮眼, 实现跨越式发展。2025、1Q26 公司奶粉业务营收增速分别为+10.4%、+6.1%。其中, 婴幼儿配方奶粉 2025 年市场份额为 18.3% (2021 年为 7.3%), 位居细分市场第一。(3) 2025 年公司冷饮业务实现营收 98.2 亿元, 同比+12.6%。公司在冷饮产品方面持续推新, 同时与新型零售渠道开发定制化产品, 根据公司年报信息, 该类渠道 2025 年实现 20% 以上营收增长。(4) 公司大力拓展深加工及营养品业务, 其他类产品在低基数下实现翻倍增长。公司积极布局业务多元化产品矩阵, 不同类业务多点开花。
- 受 24 年资产减值影响, 低基数下叠加产品结构及费控优化, 公司盈利能力持续提升, 净利率创近年来新高。(1) 2024 年公司归母净利润受收入下降及资产减值损失增加影响下滑幅度较大, 低基数下, 2025 年公司实现归母净利润 115.7 亿元, 同比+36.8%。费用率方面, 2025 年公司期间费用率为 22.9%, 同比基本持平。产品结构持续优化推动毛利率同比提升 0.7pct 至 34.6%。2025 年公司所得税率 11.4%, 同比-5.0pct。综上, 公司归母净利率为 10.0%, 同比+2.7pct, 创近年来新高。(2) 1Q26 公司毛利率为 38.4%, 同比+0.7pct, 期间费用率 19.8%, 同比-0.4pct, 其中销售/管理/研发费用率同比分别-0.2pct/-0.1pct/-0.02pct, 公司费效比提升, 费用率优化。在收入提升, 费用率优化背景下, 1Q26 公司实现归母净利率 15.5%, 同比+0.7pct。
- 2026 年公司经营目标稳健, 基本面触底企稳, 龙头地位稳健。在行业整体需求偏弱及供需矛盾凸显的背景下, 公司战略坚定, 持续强化盈利能力, 1Q26 公司常温液奶重回增长轨道, 其他类产品多维发力, 在乳业弱周期下实现“开门红”。2026 年公司规划营收及利润总额目标增速分别为 4.8%、4.7%, 目标设置稳健。公司积极布局乳制品功能营养、乳深加工产品, 同时对现有产品持续优化结构, 未来随着渠道渗透、规模效应释放, 公司市场份额有望进一步提升, 龙头地位稳健。

估值

- 公司发布未来三年股东回报规划, 2025 至 2027 年每年年度分红比例不低于 75%, 2025 年公司实际分红比例为 75.5%, 股息率约为 4.8%, 高分红兑现。考虑到公司基本面已触底企稳, 同时参考公司 2026 年经营规划, 我们调整此前盈利预测。预计 2026 至 2028 年公司 EPS 分别为 1.95、2.09、2.25 元/股, 同比增速分别为+6.5%、+7.5%、+7.7%, 当前市值对应 PE 分别为 14.1X、13.1X、12.2X, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 需求复苏不及预期, 原奶价格持续回落, 行业竞争加剧, 食品安全风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	115,393	115,636	121,590	128,582	135,785
增长率(%)	(8.2)	0.2	5.1	5.8	5.6
EBITDA(人民币 百万)	10,425	15,751	17,151	18,469	19,659
归母净利润(人民币 百万)	8,453	11,565	12,314	13,235	14,256
增长率(%)	(18.9)	36.8	6.5	7.5	7.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.34	1.83	1.95	2.09	2.25
原先股本摊薄每股收益(人民币)			1.84	1.96	
变化幅度(%)			6.0	6.6	
市盈率(倍)	20.5	15.0	14.1	13.1	12.2
市净率(倍)	3.3	3.2	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA(倍)	20.8	13.5	11.4	10.1	9.0
每股股息(人民币)	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7
股息率(%)	4.0	4.8	5.4	5.8	6.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2025 年年报及 2026 年一季报业绩概览

(人民币, 百万元)	FY2024	FY2025	同比 (%)	1Q25	1Q26	同比 (%)
营业收入	115,393.31	115,636.23	0.21	32,938.30	34,741.22	5.47
营业成本	76,298.83	75,653.84	(0.85)	20,531.24	21,409.38	4.28
毛利率(%)	33.88	34.58	0.70	37.67	38.37	0.71
毛利	39,094.48	39,982.39	2.27	12,407.06	13,331.84	7.45
税金及附加	732.78	672.49	(8.23)	188.56	226.08	19.90
销售费用	21,982.31	21,544.58	(1.99)	5,588.10	5,820.25	4.15
管理费用	4,465.11	4,695.60	5.16	1,244.79	1,277.33	2.61
研发费用	869.98	915.01	5.18	191.33	170.12	(11.08)
财务费用	(591.65)	(690.85)	16.77	(233.45)	(279.01)	19.52
资产减值损失	4,675.85	730.38	(84.38)	71.30	50.60	(29.03)
公允价值变动收益	(28.15)	37.78	(234.19)	12.44	(66.68)	(635.94)
投资收益	2,417.33	147.16	(93.91)	(0.81)	135.82	(16,826.40)
营业利润	10,181.77	13,527.81	32.86	5,738.88	6,426.17	11.98
营业利润率(%)	8.82	11.70	2.88	17.42	18.50	1.07
营业外收入	77.80	66.23	(14.87)	34.76	1.29	(96.29)
营业外支出	132.84	600.20	351.84	20.11	53.74	167.19
利润总额	10,126.73	12,993.83	28.31	5,753.53	6,373.73	10.78
所得税	1,663.02	1,479.92	(11.01)	808.38	934.49	15.60
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	21.42	11.06	(10.36)	14.08	14.86	0.77
少数股东权益	10.85	(51.26)	(572.39)	71.05	44.59	(37.25)
归属于母公司净利润	8,452.86	11,565.17	36.82	4,874.10	5,394.65	10.68
归母净利率(%)	7.33	10.00	2.68	14.80	15.53	0.73
EPS (元/股)	1.34	1.83	36.82	0.77	0.85	10.68

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 表内毛利率、利润率、所得税率、归母净利率指标的同比单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	115,780	115,931	121,885	128,886	136,097
营业收入	115,393	115,636	121,590	128,582	135,785
营业成本	76,299	75,654	79,076	83,227	87,662
营业税金及附加	733	672	766	836	883
销售费用	21,982	21,545	22,616	23,916	25,256
管理费用	4,465	4,696	4,924	5,208	5,499
研发费用	870	915	948	1,016	1,073
财务费用	(592)	(691)	(531)	(559)	(520)
其他收益	1,016	1,208	1,000	1,000	1,000
资产减值损失	(4,676)	(730)	(500)	(500)	(400)
信用减值损失	(555)	(268)	(295)	(120)	(100)
资产处置收益	(15)	(7)	(7)	(7)	(7)
公允价值变动收益	(28)	38	0	0	0
投资收益	2,417	147	130	60	80
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	10,182	13,528	14,415	15,676	16,818
营业外收入	78	66	70	50	50
营业外支出	133	600	300	410	390
利润总额	10,127	12,994	14,185	15,316	16,478
所得税	1,663	1,480	1,716	1,914	2,043
净利润	8,464	11,514	12,468	13,401	14,435
少数股东损益	11	(51)	155	166	179
归母净利润	8,453	11,565	12,314	13,235	14,256
EBITDA	10,425	15,751	17,151	18,469	19,659
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.34	1.83	1.95	2.09	2.25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	66,619	66,370	65,839	66,581	70,688
货币资金	25,404	19,495	20,670	21,859	23,083
应收账款	2,878	2,987	3,092	3,480	3,536
应收票据	251	7	264	164	288
存货	10,745	10,823	11,582	9,225	12,690
预付账款	1,176	1,197	1,175	1,322	1,308
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	26,165	31,860	29,057	30,530	29,783
非流动资产	87,099	85,729	82,462	78,593	74,927
长期投资	8,236	9,040	9,040	9,040	9,040
固定资产	34,619	34,386	30,317	26,248	22,178
无形资产	4,780	4,755	4,578	4,380	4,162
其他长期资产	39,464	37,547	38,527	38,925	39,546
资产合计	153,718	152,099	148,301	145,174	145,615
流动负债	89,925	91,053	84,552	78,039	74,792
短期借款	36,355	45,631	35,748	29,711	20,950
应付账款	12,313	11,479	10,925	12,656	12,669
其他流动负债	41,257	33,943	37,878	35,672	41,174
非流动负债	6,786	2,501	2,072	2,046	2,059
长期借款	4,687	472	0	0	0
其他长期负债	2,099	2,029	2,072	2,046	2,059
负债合计	96,710	93,554	86,623	80,085	76,851
股本	6,366	6,325	6,325	6,325	6,325
少数股东权益	3,828	3,889	4,043	4,209	4,388
归属母公司股东权益	53,180	54,656	57,634	60,880	64,375
负债和股东权益合计	153,718	152,099	148,301	145,174	145,615

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	8,464	11,514	12,468	13,401	14,435
折旧摊销	4,612	4,595	4,686	4,709	4,746
营运资金变动	1,140	(4,041)	318	2,357	1,415
其他	7,524	2,277	1,495	(1,692)	(53)
经营活动现金流	21,740	14,344	18,968	18,776	20,542
资本支出	(3,978)	(3,037)	(1,100)	(1,000)	(1,000)
投资变动	235	(856)	(13)	(5)	(3)
其他	(28,966)	(3,904)	118	56	72
投资活动现金流	(32,709)	(7,796)	(995)	(949)	(931)
银行借款	(10,419)	5,062	(10,355)	(6,037)	(8,762)
股权融资	(927)	(14,363)	(9,335)	(9,990)	(10,760)
其他	4,068	(4,172)	2,893	(611)	1,135
筹资活动现金流	(7,278)	(13,473)	(16,797)	(16,638)	(18,387)
净现金流	(18,248)	(6,925)	1,175	1,189	1,224

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(8.2)	0.2	5.1	5.8	5.6
营业利润增长率(%)	(14.2)	32.9	6.6	8.7	7.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(18.9)	36.8	6.5	7.5	7.7
息税前利润增长率(%)	(41.7)	91.9	11.7	10.4	8.4
息税折旧前利润增长率(%)	(27.6)	51.1	8.9	7.7	6.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(18.9)	36.8	6.5	7.5	7.7
获利能力					
息税前利润率(%)	5.0	9.6	10.3	10.7	11.0
营业利润率(%)	8.8	11.7	11.8	12.2	12.4
毛利率(%)	33.9	34.6	35.0	35.3	35.4
归母净利润率(%)	7.3	10.0	10.1	10.3	10.5
ROE(%)	15.9	21.2	21.4	21.7	22.1
ROIC(%)	4.5	9.0	10.5	12.0	13.6
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
净负债权益比	0.4	0.5	0.4	0.2	0.1
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	38.7	39.4	40.0	39.1	38.7
应付账款周转率	8.8	9.7	10.9	10.9	10.7
费用率					
销售费用率(%)	19.0	18.6	18.6	18.6	18.6
管理费用率(%)	3.9	4.1	4.1	4.1	4.1
研发费用率(%)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
财务费用率(%)	(0.5)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.3	1.8	1.9	2.1	2.3
每股经营现金流(最新摊薄)	3.4	2.3	3.0	3.0	3.2
每股净资产(最新摊薄)	8.4	8.6	9.1	9.6	10.2
每股股息	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	20.5	15.0	14.1	13.1	12.2
P/B(最新摊薄)	3.3	3.2	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	20.8	13.5	11.4	10.1	9.0
价格/现金流(倍)	8.0	12.1	9.2	9.2	8.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371