

2026年05月06日

减值出清轻装上阵，新周期正式开启

伊利股份(600887)

评级:	买入	股票代码:	600887
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	25/13/29.50
目标价格:		总市值(亿)	1,736.94
最新收盘价:	27.46	自由流通市值(亿)	1,728.26
		自由流通股数(百万)	6,293.93

事件概述

25FY 公司实现营业收入 1156.4 亿元，同比+0.2%；归母净利润 115.7 亿元，同比+36.8%；扣非归母净利润 110.7 亿元，同比+84.1%。26Q1 实现营收 347.4 亿元，同比+5.5%；归母净利润 53.9 亿元，同比+10.7%；扣非归母净利润 53.3 亿元，同比+15.1%。营收利润双超市场预期，扣非增速创近年同期新高，三大主业全线回暖，验证龙头增长韧性。

分析判断

▶ 液体乳逐步企稳，奶粉冷饮双位数高增，结构升级持续

25FY 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮分别实现收入 704.2/327.7/98.2 亿元，分别同比-6.1%/+10.4%/+12.6%。25H1/25H2 液体乳收入分别 386.8/317.4 亿元（根据分产品数据推算），H1 同比约-8.2%，H2 环比企稳，下半年改善趋势明确。

- 1) 我们判断液体乳下滑主因常温白奶需求疲软，其中仅乳饮料正增，基础白好于经典，低温高单、低温白超 20% 增速表现亮眼；
- 2) 奶粉业务婴配粉/成人粉/奶酪均实现双位数增速，婴幼儿奶粉市占率登顶，成人奶粉连续 11 年行业第一；
- 3) 冷饮连续 31 年领跑行业。

26Q1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮分别实现收入 201.0/93.5/44.0 亿元，分别同比+2.3%/+6.1%/+7.1%。

- 1) 我们判断常温白奶（经典高单）/乳饮料均正增，常温酸小个位下滑，低温高单，液体乳率先实现正增长，拐点确认；
- 2) 成人粉/奶酪均双位数，婴配粉中单（不含澳优中高单），婴幼儿奶粉市占率持续提升；
- 3) 冷饮提前迎来销售旺季，延续高增长势头。我们判断三大主业均衡布局，有效抵御单一板块波动风险，龙头壁垒持续强化。

▶ 25 年毛利率+费用率双优化，26Q1 盈利能力持续提升

25FY 毛利率 34.6%，同比+0.7pct；其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮毛利率分别 31.4%/41.6%/37.9%，分别同比+0.5/+0.6/+0.5pct。高毛利业务（奶粉+冷饮）占比提升，带动整体毛利率同比+0.7pct。

税金/销售/管理/研发/财务费用率分别 0.6%/18.6%/4.1%/0.8%/-0.6%，分别同比持平/-0.4/+0.2/持平/-0.1pct。其中我们认为广告投放更精准，销售费用效率提升；其他收益约 12.1 亿元，同比+18.8%，主要为政府补助增量贡献；投资净收益 1.5 亿元，同比-22.7 亿元，主因 24 年有大额一次性投资收益高基数。25FY 净利率 10.0%，同比+2.6pct，盈利效率大幅提升。

26Q1 毛利率 38.4%，同比+0.7pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别 0.7%/16.7%/3.7%/0.5%/-0.8%，分别同比+0.1/-0.2/-0.1/-0.1/-0.1pct。期间费用率合计 20.1%，同比-0.5pct，费用管控表现优异。26Q1 净利率 15.7%，同比+0.6pct，盈利能力持续改善。同时投资净收益 1.4 亿元（去年同期-0.01 亿元），优良贡献增量。展望未来，随着原奶成本维持低位、高毛利业务占比持续提升，费用效率优化，我们判断盈利能力有望维持较高水平。

▶ 25 年减值出清利润弹性释放，26Q1 业绩超预期拐点确认

25 年营收微增，从 24 年下滑中爬出，体现龙头韧性；利润大幅超越收入增速，核心是减值压力出清+结构升级+奶价下行+费用率优化+其他收益贡献。25 年无大额减值扰动，全年减值回归正常季节性计提（大包粉约-4 亿元），减值压力彻底出清，利润弹性集中释放。

26 年公司收入目标 1,215 亿元（+4.8%），利润总额目标 136 亿元（+4.7%），税前利润率基本持平。我们判断高利润率基数下（25 年净利率 10%）+乳业大年背景下，公司先维持谨慎指引。从 25 年开始公司年初目标已体现利润超越现象，26 年有望开启持续超越目标周期。公司液体乳/奶粉/冷饮三大主业均为行业第一，竞争格局改善明显（使用散奶企业竞争力下降），原材料成本低位+结构升级+费用优化三重红利持续，我们看好公司率先走出行业调整周期，开启高质量增长新阶段。

投资建议

根据公司指引调整盈利预测，26-27 年收入由 1222/1253 亿元下调至 1214/1244 亿元，新增 28 年收入 1264 亿元；26-27 年归母净利润由 119/125 亿元上调至 121/129 亿元，新增 28 年归母净利润 135 亿元；26-27 年 EPS 由 1.88/1.98 元上调至 1.92/2.04 元，新增 28 年 EPS 2.14 元。2026 年 4 月 30 日收盘价 27.46 元对应 P/E 分别为 14/13/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；原材料价格大幅上涨；竞争加剧影响收入业绩；新品销售不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	115,780	115,931	121,366	124,427	126,425
YoY (%)	-8.2%	0.1%	4.7%	2.5%	1.6%
归母净利润(百万元)	8,453	11,565	12,121	12,890	13,512
YoY (%)	-18.9%	36.8%	4.8%	6.3%	4.8%
毛利率 (%)	33.9%	34.6%	34.2%	34.5%	34.8%
每股收益 (元)	1.33	1.83	1.92	2.04	2.14
ROE	15.9%	21.2%	20.9%	21.0%	20.9%
市盈率	20.65	15.01	14.33	13.47	12.85

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SACNO：S1120520040004

联系电话：

分析师：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SACNO：S1120525070002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	115,931	121,366	124,427	126,425	净利润	11,514	12,070	12,839	13,461
YoY (%)	0.1%	4.7%	2.5%	1.6%	折旧和摊销	4,595	3,929	3,827	3,947
营业成本	75,654	79,616	81,259	82,262	营运资金变动	-2,699	-2,397	-3,036	-2,207
营业税金及附加	672	702	720	732	经营活动现金流	14,344	13,972	13,933	15,435
销售费用	21,545	22,276	22,715	22,955	资本开支	-2,940	-2,040	-1,860	-1,866
管理费用	4,696	4,782	4,903	4,982	投资	-5,901	770	770	770
财务费用	-691	-850	-871	-885	投资活动现金流	-7,796	-1,140	-960	-966
研发费用	915	969	993	1,009	股权募资	119	0	0	0
资产减值损失	-730	-241	-193	-154	债务募资	-1,089	-160	-160	-160
投资收益	147	100	100	100	筹资活动现金流	-13,473	-9,016	-9,964	-10,597
营业利润	13,528	14,255	15,160	15,891	现金净流量	-6,869	3,817	3,008	3,873
营业外收支	-534	-55	-55	-55					
利润总额	12,994	14,200	15,105	15,836	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	1,480	2,130	2,266	2,375	成长能力				
净利润	11,514	12,070	12,839	13,461	营业收入增长率	0.1%	4.7%	2.5%	1.6%
归属于母公司净利润	11,565	12,121	12,890	13,512	净利润增长率	36.8%	4.8%	6.3%	4.8%
YoY (%)	36.8%	4.8%	6.3%	4.8%	盈利能力				
每股收益	1.83	1.92	2.04	2.14	毛利率	34.6%	34.2%	34.5%	34.8%
					净利率	10.0%	10.0%	10.4%	10.7%
					总资产收益率 ROA	7.6%	8.0%	8.6%	9.0%
					净资产收益率 ROE	21.2%	20.9%	21.0%	20.9%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	偿债能力				
货币资金	19,495	23,312	26,320	30,193	流动比率		0.79	0.85	0.91
预付款项	1,197	1,154	1,097	1,028	速动比率	0.25	0.30	0.35	0.41
存货	10,823	10,167	9,714	9,133	现金比率	0.21	0.27	0.32	0.38
其他流动资产	34,854	33,868	33,221	32,583	资产负债率	61.5%	59.1%	56.7%	54.5%
流动资产合计	66,370	68,501	70,353	72,938	经营效率				
长期股权投资	4,144	3,844	3,544	3,244	总资产周转率	0.76	0.80	0.82	0.84
固定资产	34,386	33,879	32,443	30,664	每股指标 (元)				
无形资产	4,755	4,493	4,367	4,168	每股收益	1.83	1.92	2.04	2.14
非流动资产合计	85,729	83,010	80,214	77,302	每股净资产	8.64	9.19	9.70	10.21
资产合计	152,099	151,511	150,566	150,240	每股经营现金流	2.27	2.21	2.20	2.44
短期借款	45,631	45,631	45,631	45,631	每股股利	1.38	1.40	1.55	1.65
应付账款及票据	13,130	11,639	10,481	9,262	估值分析				
其他流动负债	32,292	29,932	27,080	24,949	PE	15.01	14.33	13.47	12.85
流动负债合计	91,053	87,201	83,192	79,841	PB	3.31	2.89	2.74	2.60
长期借款	472	372	272	172					
其他长期负债	2,029	1,979	1,929	1,879					
非流动负债合计	2,501	2,351	2,201	2,051					
负债合计	93,554	89,553	85,393	81,893					
股本	6,325	6,325	6,325	6,325					
少数股东权益	3,889	3,837	3,786	3,735					
股东权益合计	58,544	61,959	65,173	68,347					
负债和股东权益合计	152,099	151,511	150,566	150,240					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。