

伊利股份 (600887.SH)

买入 (维持评级)

26Q1 液奶恢复增长，乳业龙头地位提升

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	115,393	115,636	121,674	127,924	134,216
增长率 yoy (%)	-8.2	0.2	5.2	5.1	4.9
归母净利润 (百万元)	8,453	11,565	12,423	13,379	14,222
增长率 yoy (%)	-18.9	36.8	7.4	7.7	6.3
ROE (%)	14.8	19.7	19.0	18.5	17.7
EPS 最新摊薄 (元)	1.34	1.83	1.96	2.12	2.25
P/E (倍)	20.6	15.1	14.0	13.0	12.2
P/B (倍)	3.3	3.2	2.8	2.6	2.3

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：公司发布公告，2025年实现营收1156.4亿元，同比增长0.2%；归母净利润115.7亿元，同比增长36.8%；扣非归母净利润110.7亿元，同比增长84.1%。2026Q1实现营收347.4亿元，同比增长5.5%；归母净利润53.9亿元，同比增长10.7%；扣非归母净利润53.3亿元，同比增长15.1%，业绩表现亮眼。

25年营收正增长，26Q1实现开门红。2025年公司营收同比增长0.2%，以婴幼儿营养品、成人营养品和专业餐饮业务为代表的高附加值品类与业务增长良好，液体乳各主要子品类发展相对均衡，乳精深加工取得阶段性进展。分产品看，液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他品类收入分别同比-6.1%/+10.4%/+12.6%/+112.3%。从销售模式上看，公司经销模式收入同比减少0.4%，直营模式同比大幅增长27.4%。2026年一季度，公司营收同比增长5.5%，液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他品类收入分别同比+2.3%/+6.1%/+7.1%/+241.0%，分销/直销模式收入分别+4.0%/+48.4%，华北/华南/华中/华东地区收入分别+8.0%/+2.7%/+7.2%/+4.2%，营收进一步提速。

产品结构优化叠加精细化成本管控，盈利能力大幅提升。2025年公司毛利率为34.6%，同比增长0.7pct，主要由于高毛利的奶粉、冷饮增速更快，同时液体乳产品成本下降。费用端，销售费用率为18.6%，同比下降0.42pct，主要由于本期广告营销费用减少；管理费用率为4.1%，同比增长0.2pct，主要由于无形资产摊销额增加；财务费用率为-0.6%，同比下降0.1pct，主要由于利息支出减少。2025年归母净利率为10.0%，同比增长2.7pct。2026Q1，公司毛利率为38.4%，同比增长0.7pct；销售/管理/财务费用率分别为16.8%/3.7%/-0.8%，同比分别-0.2/-0.1/-0.1pct；归母净利率为15.5%，同比增长0.7pct，盈利能力持续改善。

以消费者为中心，打造全产品矩阵。公司“以消费者为中心”，依托丰富的研发储备，不断推出新品，满足消费者多元化需求。2025年，公司在常温液态奶方面推出“安慕希”黄桃燕麦爆珠酸奶、“金典”鲜活纯牛奶等新品；低温液态奶方面，推出畅轻“爆珠系列风味发酵乳”、“金典”鲜牛奶4.0g乳蛋白等新品；婴幼儿及成人营养品方面，新推出“金领冠”塞纳牧娟姗有机婴幼儿配方奶粉、“倍畅”均膳营养羊奶粉、“伊利”沙漠有机纯骆驼奶粉等新品。2025年公司新品收入合计占比达16.4%，为业务发展提供持续的内生动力。

股票信息

行业	食品饮料
2026年05月08日收盘价(元)	27.52
总市值(百万元)	174,073.93
流通市值(百万元)	173,208.95
总股本(百万股)	6,325.36
流通股本(百万股)	6,293.93
近3月日均成交额(百万元)	1,257.45

作者



分析师 刘鹏

SAC: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com

相关研究

市场份额稳步提升，行业领导地位稳固。根据尼尔森与星图第三方零研数据，截至 2025 年底，公司液态类乳品零售额市场份额稳居细分市场第一；婴幼儿配方奶粉零售额市场份额为 18.3%，较上年提升了 1.0 个百分点，位居细分市场第一；成人奶粉零售额市场份额为 25.0%，较上年提升了 1.0 个百分点，稳居市场第一；面向终端消费的奶酪 2C 业务，公司线下渠道零售额市场份额为 19.1%，较上年提升了 0.1 个百分点；冷饮业务市场份额保持市场第一，连续 31 年稳居全国冷饮行业龙头地位。

强化渠道管理能力，全球供应链高效协同。公司持续强化立体化渠道建设，持续加强传统渠道分销覆盖，同时，积极把握商超调改、内容电商、即时零售等渠道发展机会，注重拓展餐饮、户外、健身等消费场景，发挥供应链的规模优势和柔性管理能力，持续推动产品组合与渠道的适配，促进业务可持续增长。公司持续完善、推进海内外市场及生产基地联动机制，全面提升全球产、供、销的统筹规划和运营协同及风险应急能力，充分发挥“全球供应链网络”的高效协同优势。截至 2025 年末，公司在全球拥有 77 个生产基地，产品销往 80 余个国家和地区，综合产能 1,600 余万吨/年。

投资建议：公司作为国内乳制品领军企业，持续优化产品结构，精细化严控成本，全面提升运营效率，预期随着多元化业务的不断发展，公司龙头优势有望进一步巩固。我们预计 2026-2028 年公司实现营业收入 1216.7 亿元、1279.2 亿元、1342.2 亿元，归母净利润 124.2 亿元、133.8 亿元、142.2 亿元，2026 年 5 月 8 日股价对应的 PE 倍数分别为 14.0X、13.0X、12.2X，维持“买入”评级。

风险提示：成本上行的风险，竞争加剧的风险，消费需求下行的风险，食品安全及监管政策风险，国际贸易风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	66619	66370	77508	81778	93744
现金	25404	19495	29754	33880	44705
应收票据及应收账款	3129	2995	3385	3256	3643
其他应收款	126	121	136	131	146
预付账款	1176	1197	1275	1299	1375
存货	10745	10823	11572	11663	12406
其他流动资产	26039	31739	31385	31548	31468
非流动资产	87099	85729	83769	82039	80126
长期股权投资	3992	4144	4086	4034	4076
固定资产	36365	36120	34910	33523	31918
无形资产	4780	4755	4496	4218	3949
其他非流动资产	41962	40709	40277	40265	40182
资产总计	153718	152099	161277	163817	173869
流动负债	89925	91053	93653	89737	91984
短期借款	36355	45631	49595	46548	47013
应付票据及应付账款	13282	13130	14296	14159	15317
其他流动负债	40288	32292	29763	29030	29654
非流动负债	6786	2501	2405	2244	2088
长期借款	4687	472	336	183	33
其他非流动负债	2099	2029	2069	2061	2055
负债合计	96710	93554	96058	91981	94072
少数股东权益	3828	3889	3834	3776	3715
股本	6366	6325	6325	6325	6325
资本公积	13211	12262	12262	12262	12262
留存收益	35429	36241	42460	49092	56071
归属母公司股东权益	53180	54656	61385	68059	76082
负债和股东权益	153718	152099	161277	163817	173869

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	21740	14344	17203	15214	17917
净利润	8464	11514	12368	13321	14161
折旧摊销	4465	4442	3669	3780	3935
财务费用	-592	-691	-681	-643	-611
投资损失	-2417	-147	-149	-150	-152
营运资金变动	5021	-2699	1073	-2103	-492
其他经营现金流	6799	1925	922	1009	1076
投资活动现金流	-32709	-7796	-1422	-1831	-1825
资本支出	3978	3037	1993	1977	2051
长期投资	-28848	-5813	58	52	-43
其他投资现金流	117	1053	513	94	269
筹资活动现金流	-7278	-13473	-9029	-5749	-5268
短期借款	-3400	9276	3964	-3047	465
长期借款	-10560	-4214	-136	-153	-150
普通股增加	0	-41	0	0	0
资本公积增加	-169	-949	0	0	0
其他筹资现金流	6852	-17545	-12857	-2549	-5583
现金净增加额	-18266	-6869	6752	7634	10825

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	115393	115636	121674	127924	134216
营业成本	76299	75654	79342	83142	86986
营业税金及附加	733	672	731	768	811
销售费用	21982	21545	22510	23538	24561
管理费用	4465	4696	4879	5053	5234
研发费用	870	915	949	985	1033
财务费用	-592	-691	-681	-643	-611
资产和信用减值损失	-5231	-999	-1009	-1073	-1142
其他收益	1016	1208	1107	1111	1142
公允价值变动收益	-28	38	95	96	50
投资净收益	2417	147	149	150	152
资产处置收益	-15	-7	-14	-12	-11
营业利润	10182	13528	14271	15353	16390
营业外收入	78	66	67	68	68
营业外支出	133	600	372	368	447
利润总额	10127	12994	13967	15052	16012
所得税	1663	1480	1599	1732	1851
净利润	8464	11514	12368	13321	14161
少数股东损益	11	-51	-55	-58	-61
归属母公司净利润	8453	11565	12423	13379	14222
EBITDA	13956	16632	16895	18093	19238
EPS (元/股)	1.34	1.83	1.96	2.12	2.25

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.2	0.2	5.2	5.1	4.9
营业利润 (%)	-14.2	32.9	5.5	7.6	6.8
归属母公司净利润 (%)	-18.9	36.8	7.4	7.7	6.3
获利能力					
毛利率 (%)	33.9	34.6	34.8	35.0	35.2
净利率 (%)	7.3	10.0	10.2	10.4	10.6
ROE (%)	14.8	19.7	19.0	18.5	17.7
ROIC (%)	7.6	10.2	10.4	11.0	10.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.9	61.5	59.6	56.1	54.1
净负债比率 (%)	45.0	54.3	32.3	19.1	4.0
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	38.7	39.4	39.8	40.2	40.6
应付账款周转率	5.8	6.4	6.4	6.5	6.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.34	1.83	1.96	2.12	2.25
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.44	2.27	2.72	2.41	2.83
每股净资产 (最新摊薄)	8.41	8.64	9.70	10.76	12.03
估值比率					
P/E	20.6	15.1	14.0	13.0	12.2
P/B	3.3	3.2	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	14.6	12.6	11.8	10.6	9.4

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686