

液奶企稳转增，盈利改善显著

伊利股份 2025 年报及 2026 年一季报点评

核心观点

- 事件：**公司发布 25 年报和 26 一季报，25 年公司实现营业收入 1156.36 亿元，同比增长 0.21%；归母净利润 115.65 亿元，同比增长 36.82%；扣非净利润 110.68 亿元，同比增长 84.13%。26Q1 公司营业收入 347.41 亿元，同比增长 5.47%；归母净利润 53.95 亿元，同比增长 10.68%；扣非净利润 53.29 亿元，同比上升 15.11%。公司 25 年度全年派发现金红总额 87.29 亿元，分红率 75.48%。
- 液态奶 26Q1 收入增速转正，产品创新带动增长。**分产品看，25 年液体乳收入 704.22 亿，同比下降 6.11%，毛利率 31.43%，同比增加 0.45pct，主因结构优化和原奶成本下降。25 年奶粉及奶制品收入 327.69 亿，同比增长 10.42%，毛利率 41.58%，同比增加 0.56pct，预计婴幼儿营养品 25 年营收两位数增长。25 年冷饮产品收入 98.22 亿，同比增长 12.63%，量价齐升。26Q1 液体乳收入 200.96 亿，同比增长 2.32%，液态奶收入增速转正；奶粉及奶制品收入 93.53 亿，同比增长 6.13%；冷饮产品收入 43.97 亿，同比增长 7.1%。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。
- 成本红利仍在，费用率优化支撑利润释放。**25 年公司整体毛利率为 34.58%，同比 +0.7pct，主因奶粉冷饮等高毛利产品占比提升，产品结构优化，以及原奶成本下降；26Q1 公司整体毛利率为 38.37%，同比 +0.7pct；销售费用率为 16.71%，同比 -0.21pct；管理费用率为 3.68%，同比 -0.1pct；费用投放更加有效，26Q1 销售净利率为 15.66%，同比 +0.65pct。
- 核心主业拐点确认，奶粉、冷饮、奶酪、深加工等多元品类继续提供中期增长支撑。**公司将坚持以高质量发展为主线，围绕以消费者为中心的“品质领先、横向拓展、纵向升级”的集团战略，构建国内与国际业务协同共进，新老业务共同突破的新发展模式。2026 年经营计划为营业总收入 1215 亿，利润总额 136 亿。

盈利预测与投资建议

- 考虑到新品推广需要维持一定销售费用，我们略下调 26、27 年盈利预测，我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 124、134、146 亿元（原预测为 125、138 亿元，新增），参考行业平均估值水平，给予 26 年 20 倍市盈率，对应目标价为 39.2 元，维持买入评级。

风险提示：行业竞争加剧、食品安全事件风险、新品不及预期。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	115,393	115,636	121,671	129,153	137,755
同比增长(%)	-8.2%	0.2%	5.2%	6.1%	6.7%
营业利润(百万元)	10,182	13,528	14,532	15,885	17,193
同比增长(%)	-14.2%	32.9%	7.4%	9.3%	8.2%
归属母公司净利润(百万元)	8,453	11,565	12,363	13,440	14,576
同比增长(%)	-18.9%	36.8%	6.9%	8.7%	8.4%
每股收益(元)	1.34	1.83	1.95	2.12	2.30
毛利率(%)	33.9%	34.6%	35.2%	35.3%	35.8%
净利率(%)	7.3%	10.0%	10.2%	10.4%	10.6%
净资产收益率(%)	15.8%	21.4%	20.3%	19.4%	19.7%
市盈率	20.9	15.3	14.3	13.1	12.1
市净率	3.3	3.2	2.6	2.5	2.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2026年05月13日）	27.9元
目标价格	39.2元
52周最高价/最低价	29.5/25.13元
总股本/流通A股（万股）	632,536/629,393
A股市值（百万元）	176,478
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2026年05月13日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	1.64	7.47	5.36	-0.62
相对表现%	-0.85	-0.11	-1.89	-28.91
沪深300%	2.49	7.58	7.25	28.29



证券分析师

李耀	执业证书编号：S0860525100001 香港证监会牌照：BXH218 liyao@orientsec.com.cn 021-63326320
张玲玉	执业证书编号：S0860526030001 zhanglingyu@orientsec.com.cn 0755-82819271

相关报告

有望受益奶价趋势反转，多元化业务发展强劲	2025-09-21
商誉减值致 24 年利润承压，25Q1 表现超预期	2025-05-05
黑夜终将过去，把握高股息低估值乳品龙头机会	2024-11-08

表 1：可比公司估值及盈利预测

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2026/5/13	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
蒙牛乳业	02319	16.43	0.40	1.28	1.43	1.56	41.24	12.87	11.50	10.51
李子园	605337	10.50	0.50	0.51	0.56	0.61	20.87	20.53	18.81	17.36
光明乳业	600597	7.29	-0.11	0.29	0.36	0.40	-67.38	25.42	20.14	18.05
中国飞鹤	06186	3.11	0.21	0.26	0.27	0.29	14.55	12.20	11.34	10.59
妙可蓝多	600882	18.98	0.23	0.67	0.91	1.14	81.70	28.35	20.86	16.62
	调整后平均						25.55	19.61	16.82	14.85

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	25,404	19,495	43,561	45,204	48,214	营业收入	115,393	115,636	121,671	129,153	137,755
应收票据、账款及款项融资	3,129	3,135	3,364	3,577	3,786	营业成本	76,299	75,654	78,878	83,541	88,495
预付账款	1,176	1,197	1,311	1,348	1,450	销售费用	21,982	21,545	22,547	24,450	26,492
存货	10,745	10,823	11,344	11,910	12,668	管理费用	4,465	4,696	4,697	4,857	5,043
其他	26,165	31,719	22,140	26,666	26,840	研发费用	870	915	852	904	964
流动资产合计	66,619	66,370	81,719	88,705	92,957	财务费用	(592)	(691)	517	(19)	(20)
长期股权投资	3,992	4,144	4,181	4,106	4,144	资产、信用减值损失	5,231	999	255	197	198
固定资产	34,619	34,386	34,214	34,042	33,871	公允价值变动收益	(28)	38	38	38	38
在建工程	2,949	1,354	6,355	11,156	15,757	投资净收益	2,417	147	100	100	100
无形资产	4,780	4,755	4,539	4,323	4,107	其他	655	824	470	525	473
其他	40,759	41,089	31,529	31,625	31,716	营业利润	10,182	13,528	14,532	15,885	17,193
非流动资产合计	87,099	85,729	80,819	85,252	89,594	营业外收入	78	66	80	80	80
资产总计	153,718	152,099	162,539	173,957	182,551	营业外支出	133	600	150	200	200
短期借款	36,355	45,631	40,580	44,229	46,428	利润总额	10,127	12,994	14,462	15,765	17,073
应付票据及应付账款	13,282	13,130	13,742	14,532	15,390	所得税	1,663	1,480	2,169	2,365	2,561
其他	40,288	32,292	34,613	37,246	38,094	净利润	8,464	11,514	12,293	13,401	14,512
流动负债合计	89,925	91,053	88,935	96,007	99,912	少数股东损益	11	(51)	(70)	(40)	(64)
长期借款	4,687	472	472	472	472	归属于母公司净利润	8,453	11,565	12,363	13,440	14,576
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.34	1.83	1.95	2.12	2.30
其他	2,099	2,029	2,121	2,092	2,080						
非流动负债合计	6,786	2,501	2,594	2,564	2,553	主要财务比率					
负债合计	96,710	93,554	91,528	98,571	102,465		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	3,828	3,889	3,818	3,778	3,715	成长能力					
实收资本(或股本)	6,366	6,325	6,325	6,325	6,325	营业收入	-8.2%	0.2%	5.2%	6.1%	6.7%
资本公积	12,454	12,262	12,262	12,262	12,262	营业利润	-14.2%	32.9%	7.4%	9.3%	8.2%
留存收益	35,429	36,241	48,604	53,020	57,784	归属于母公司净利润	-18.9%	36.8%	6.9%	8.7%	8.4%
其他	(1,069)	(173)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	57,008	58,544	71,010	75,386	80,086	毛利率	33.9%	34.6%	35.2%	35.3%	35.8%
负债和股东权益总计	153,718	152,099	162,539	173,957	182,551	净利率	7.3%	10.0%	10.2%	10.4%	10.6%
						ROE	15.8%	21.4%	20.3%	19.4%	19.7%
						ROIC	7.2%	10.5%	11.3%	11.1%	11.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	62.9%	61.5%	56.3%	56.7%	56.1%
净利润	8,464	11,514	12,293	13,401	14,512	净负债率	43.6%	53.0%	4.9%	5.5%	5.0%
折旧摊销	3,162	(24,966)	232	216	216	流动比率	0.74	0.73	0.92	0.92	0.93
财务费用	(592)	(691)	517	(19)	(20)	速动比率	0.62	0.61	0.79	0.80	0.80
投资损失	(2,417)	(147)	(100)	(100)	(100)	营运能力					
营运资金变动	2,461	(4,265)	4,541	1,526	179	应收账款周转率	38.7	39.4	39.9	40.0	39.9
其它	10,662	32,899	9,991	34	58	存货周转率	6.3	7.0	7.1	7.2	7.2
经营活动现金流	21,740	14,344	27,474	15,058	14,846	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
资本支出	(980)	27,668	(5,001)	(4,801)	(4,601)	每股指标(元)					
长期投资	377	(204)	(23)	55	(60)	每股收益	1.34	1.83	1.95	2.12	2.30
其他	(32,107)	(35,261)	5,645	(1,938)	(314)	每股经营现金流	3.42	2.27	4.34	2.38	2.35
投资活动现金流	(32,709)	(7,796)	621	(6,684)	(4,974)	每股净资产	8.41	8.64	10.62	11.32	12.07
债权融资	(3,761)	(8,977)	1,537	(1,373)	732	估值比率					
股权融资	(577)	(232)	0	0	0	市盈率	20.9	15.3	14.3	13.1	12.1
其他	(2,940)	(4,264)	(5,568)	(5,358)	(7,593)	市净率	3.3	3.2	2.6	2.5	2.3
筹资活动现金流	(7,278)	(13,473)	(4,030)	(6,731)	(6,861)	EV/EBITDA	16.9	-17.8	14.1	13.4	12.4
汇率变动影响	(18)	56	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.5	16.8	14.3	13.6	12.5
现金净增加额	(18,266)	(6,869)	24,066	1,643	3,011						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。