

伊利股份（600887.SH）

经营利润率提升，重视投资者回报

优于大市

核心观点

公司 2026H1 实现营收 643.31 亿元，同比+4.13%；归母净利润 57.59 亿元，同比-20.02%；扣非归母净利润 55.96 亿元，同比-20.25%。单 26Q2 实现营收 295.90 亿元，同比+2.61%；归母净利润 3.64 亿元，同比-84.35%；扣非归母净利润 2.67 亿元，同比-88.82%。

液奶平稳冷饮高增，澳优承压拖累奶粉。 2026Q2 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮/其他产品分别实现营收 164.94/74.93/46.76/6.4 亿元，同比+0.05%/-3.51%/+13.39%/+216%。液奶中，预计常低温业务均正增，淡季液奶仍体现较强经营韧劲，渠道库存处于低位；奶粉业务承压主要系澳优调整影响，预计公司内生奶粉业务仍实现高个位数增长；冷饮业务积极拓展新渠道新场景，高基数依然实现景气增长。

减值及所得税拖累报表，内生经营利润率明显提升。 2026Q2 公司毛利率为 34.15%，同比持平，预计主要系奶价同比持平及结构平稳。期内公司精益费投成效显著，2026Q2 销售/管理/研发/财务费率为 18.97%/4.03%/0.77%/-0.83%，同比-0.96/+0.25/+0.11/-0.09pcts。但 26H1 资产减值 24.6 亿，包含澳优商誉/存货跌价分别减值 15.5 亿/9.1 亿，单 26Q2 体现 24.1 亿；此外，所得税同比+6.3 亿共同大幅拖累报表。最终，公司净利率为 0.29%，同比-7.66pcts。若加回减值及税收影响，实际公司 26Q2 核心经营利润同比增长约 8%，内生盈利能力明显提升。

风险提示：需求复苏不及预期、行业竞争加剧、原奶价格持续下行等。

投资建议：考虑到 26Q2 一次性因素扰动，我们略下调盈利预测，并引入 2028 年盈利预测。 我们预计 2026/2027/2028 年公司实现收入 1201.5/1231.3/1260.8 亿元（26/27 年前次预测为 1225.0/1254.4 亿元），同比+3.6%/2.5%/2.4%；2026/2027/2028 年公司实现归母净利润 100.6/130.3/136.9 亿元（26/27 年前次预测为 123.9/131.4 亿元），同比-13.0%/29.6%/5.1%；实现 EPS1.59/2.06/2.16 元；当前股价对应 PE 分别为 16.7/12.9/12.3 倍。公司在行业承压背景下经营利润率提升，同时承诺 75%分红率作为底线，努力实现分红额逐年提升，同步发布 10-20 亿元回购方案，测算综合投资者回报比 5%以上，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	115,780	115,931	120,150	123,127	126,082
(+/-%)	-8.2%	0.1%	3.6%	2.5%	2.4%
净利润(百万元)	8453	11565	10058	13031	13690
(+/-%)	-18.9%	36.8%	-13.0%	29.6%	5.1%
每股收益(元)	1.33	1.83	1.59	2.06	2.16
EBIT Margin	9.6%	10.4%	12.1%	12.2%	12.5%
净资产收益率 (ROE)	15.9%	21.2%	17.7%	22.0%	22.1%
市盈率 (PE)	20.0	14.5	16.7	12.9	12.3
EV/EBITDA	17.2	15.8	14.5	13.5	12.2
市净率 (PB)	3.18	3.07	2.97	2.84	2.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·饮料乳品

证券分析师：张向伟

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

zhangxiangwei@guosen.com.cn chaisusu@guosen.com.cn

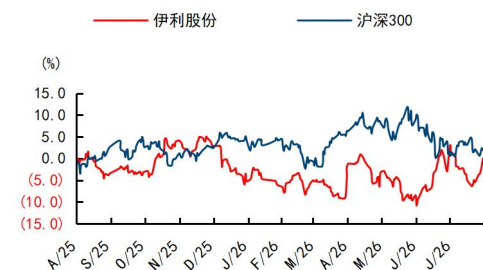
S0980523090001

S0980524080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	33.80 - 35.60 元
收盘价	26.86 元
总市值/流通市值	169899/169055 百万元
52 周最高价/最低价	29.78/23.76 元
近 3 个月日均成交额	1625.15 百万元

市场走势



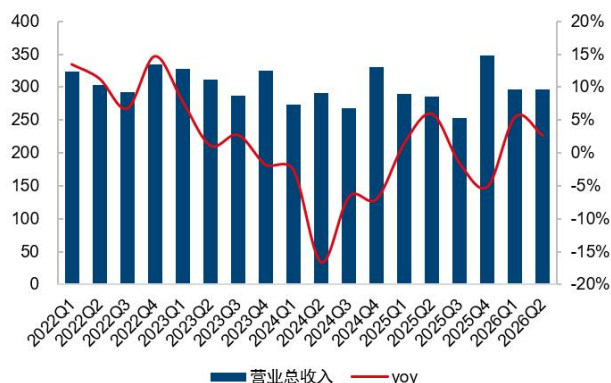
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《伊利股份（600887.SH）-2025Q2 收入同比+5.9%，盈利能力改善延续》——2025-09-01
- 《伊利股份（600887.SH）-平台化的乳企龙头，引领行业高质量转型》——2025-07-16

公司 2026H1 实现营收 643.31 亿元，同比+4.13%；归母净利润 57.59 亿元，同比-20.02%；扣非归母净利润 55.96 亿元，同比-20.25%。单 26Q2 实现营收 295.90 亿元，同比+2.61%；归母净利润 3.64 亿元，同比-84.35%；扣非归母净利润 2.67 亿元，同比-88.82%。

图1：公司单季度营收（亿元）及 yoy



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润（亿元）及 yoy

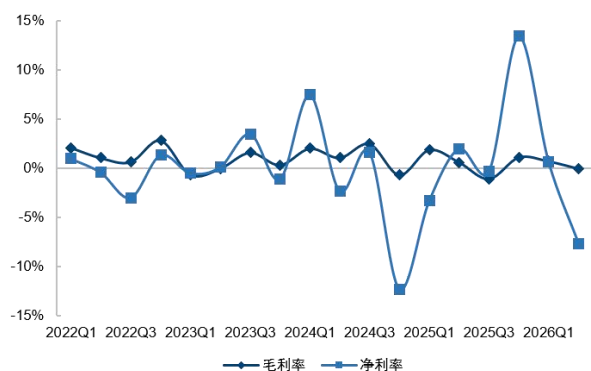


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

液奶平稳冷饮高增，澳优承压拖累奶粉。2026Q2 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮/其他产品分别实现营收 164.94/74.93/46.76/6.4 亿元，同比+0.05%/-3.51%/+13.39%/+216%。液奶中，预计常低温业务均正增，淡季液奶仍体现较强经营韧劲，渠道库存处于低位；奶粉业务承压主要系澳优调整影响，预计公司内生奶粉业务仍实现高个位数增长；冷饮业务积极拓展新渠道新场景，高基数依然实现景气增长。

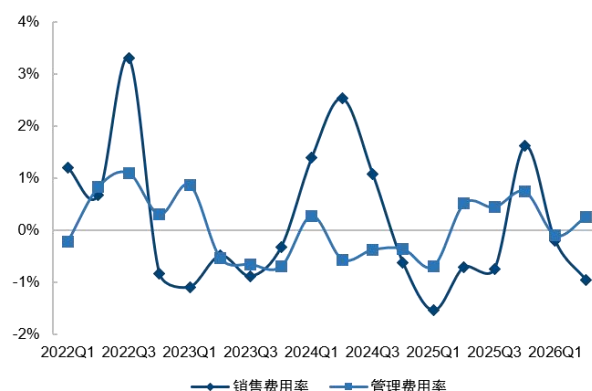
减值及所得税拖累报表，内生经营利润率明显提升。2026Q2 公司毛利率为 34.15%，同比持平，预计主要系奶价同比持平及结构平稳。期内公司精益费投成效显著，2026Q2 销售/管理/研发/财务费率为 18.97%/4.03%/0.77%/-0.83%，同比-0.96%/+0.25%/+0.11%/-0.09pcts。但 26H1 资产减值 24.6 亿，包含澳优商誉/存货跌价分别减值 15.5 亿/9.1 亿，单 26Q2 体现 24.1 亿；此外，所得税同比+6.3 亿共同大幅拖累报表。最终，公司净利率为 0.29%，同比-7.66pcts。若加回减值及税收影响，实际公司 26Q2 核心经营利润同比增长约 8%，内生盈利能力明显提升。

图3：公司单季度毛利率及净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度销售费用率及管理费用率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到 26Q2 一次性因素扰动，我们略下调盈利预测，并引入 2028 年盈利预测。我们预计 2026/2027/2028 年公司实现收入 1201.5/1231.3/1260.8 亿元（26/27 年前次预测为 1225.0/1254.4 亿元），同比+3.6%/2.5%/2.4%；2026/2027/2028 年公司归母净利润 100.6/130.3/136.9 亿元（26/27 年前次预测为 123.9/131.4 亿元），同比-13.0%/29.6%/5.1%；实现 EPS1.59/2.06/2.16 元；当前股价对应 PE 分别为 16.7/12.9/12.3 倍。公司在行业承压背景下经营利润率提升，同时承诺 75%分红率作为底线，努力实现分红额逐年提升，同步发布 10-20 亿元回购方案，测算综合投资者回报比 5%以上，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	122498	125438		120150	123127	126082	-2348	-2311	-
收入同比增速%	2.6%	2.4%		3.6%	2.5%	2.4%	-1.9%	-1.8%	-
毛利率%	35.1%	35.3%		35.6%	35.9%	35.9%	0.5%	0.6%	-
销售费用率%	18.2%	18.1%		18.2%	18.3%	18.1%	0.0%	0.2%	-
净利率%	10.1%	10.5%		8.4%	10.6%	10.9%	-1.7%	0.1%	-
归母净利润（百万元）	12389	13143		10065	13028	13696	-2324	-115	-
归母净利润同比增速%	7.7%	6.1%		-13.0%	29.4%	5.1%	-18.8%	-0.9%	-
EPS（元）	1.95	2.06		1.59	2.06	2.17	-0.36	0.00	-

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2026 年 8 月 27 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (原始货币)	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
600887.SH	伊利股份	16.53	26.45	1.59	2.06	16.6	12.8	1,673	优于大市
002946.SZ	新乳业	16.50	15.33	1.02	1.19	15.0	12.9	132	优于大市
2319.HK	蒙牛乳业	33.76	18.79	1.27	1.42	12.8	11.4	629	
600882.SH	妙可蓝多	76.51	20.58	0.67	0.91	30.8	22.6	105	

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：除伊利股份外均为 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	25404	19495	50000	45000	38000	营业收入	115780	115931	120150	123127	126082
应收款项	3248	3115	3333	3415	3497	营业成本	76299	75654	77428	78949	80806
存货净额	10745	10823	11346	11516	11742	营业税金及附加	733	672	697	714	731
其他流动资产	18309	19238	7209	7388	7565	销售费用	21982	21545	21905	22569	22871
流动资产合计	66619	66370	76887	71818	63804	管理费用	4734	5053	4876	5115	5107
固定资产	37574	35744	38561	39398	38967	研发费用	870	915	721	800	820
无形资产及其他	4780	4755	4565	4375	4185	财务费用	(592)	(691)	(458)	(372)	(508)
投资性房地产	40753	41086	41086	41086	41086	投资收益	2417	147	350	300	280
长期股权投资	3992	4144	4364	4584	4804	资产减值及公允价值变动	4648	768	2500	400	500
资产总计	153718	152099	165463	161261	152846	其他收入	(9507)	(1085)	(5691)	(1570)	(1790)
短期借款及交易性金融负债	45584	50045	74321	66330	55196	营业利润	10182	13528	12860	15280	16064
应付款项	13282	13130	13180	12761	12172	营业外净收支	(55)	(534)	(300)	(180)	(200)
其他流动负债	31058	27877	14085	14366	14615	利润总额	10127	12994	12560	15100	15864
流动负债合计	89925	91053	101586	93457	81983	所得税费用	1663	1480	2512	2069	2173
长期借款及应付债券	4687	472	972	1972	1972	少数股东损益	11	(51)	(10)	0	0
其他长期负债	2099	2029	2350	2671	2992	归属于母公司净利润	8453	11565	10058	13031	13690
长期负债合计	6786	2501	3322	4644	4965	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	96710	93554	104909	98101	86948	净利润	8453	11565	10058	13031	13690
少数股东权益	3828	3889	3887	3887	3887	资产减值准备	3150	(3945)	71	23	(4)
股东权益	53180	54656	56667	59274	62012	折旧摊销	4324	4427	4302	4730	5125
负债和股东权益总计	153718	152099	165463	161261	152846	公允价值变动损失	(4648)	(768)	(2500)	(400)	(500)
						财务费用	(592)	(691)	(458)	(372)	(508)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(2759)	(8556)	(2061)	(225)	(509)
每股收益	1.33	1.83	1.59	2.06	2.16	其它	(3151)	3948	(73)	(23)	4
每股红利	1.43	1.90	1.27	1.65	1.73	经营活动现金流	5369	6670	9797	17136	17807
每股净资产	8.35	8.64	8.96	9.37	9.80	资本开支	0	938	(4500)	(5000)	(4000)
ROIC	9.91%	12.55%	11%	11%	12%	其它投资现金流	(6950)	(4785)	8699	500	1500
ROE	15.89%	21.16%	17.75%	21.99%	22.08%	投资活动现金流	(6534)	(3999)	3979	(4720)	(2720)
毛利率	34.1%	34.7%	35.6%	35.9%	35.9%	权益性融资	(18)	119	0	0	0
EBIT Margin	9.6%	10.4%	12.1%	12.2%	12.5%	负债净变化	(7019)	(4214)	500	1000	0
EBITDA Margin	13%	14%	16%	16%	17%	支付股利、利息	(9092)	(12025)	(8047)	(10425)	(10952)
收入增长	-8%	0%	4%	2%	2%	其它融资现金流	15437	23778	24276	(7991)	(11134)
净利润增长率	-19%	37%	-13%	30%	5%	融资活动现金流	(16803)	(8580)	16729	(17416)	(22087)
资产负债率	65%	64%	66%	63%	59%	现金净变动	(17967)	(5909)	30505	(5000)	(7000)
股息率	5.4%	7.2%	4.8%	6.2%	6.5%	货币资金的期初余额	43372	25404	19495	50000	45000
P/E	20.0	14.5	16.7	12.9	12.3	货币资金的期末余额	25404	19495	50000	45000	38000
P/B	3.2	3.1	3.0	2.8	2.7	企业自由现金流	0	7523	9359	12431	14205
EV/EBITDA	17.2	15.8	14.5	13.5	12.2	权益自由现金流	0	27088	34501	5761	3509

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032