

信义山证汇通天下

证券研究报告

乳制品

伊利股份（600887.SH）

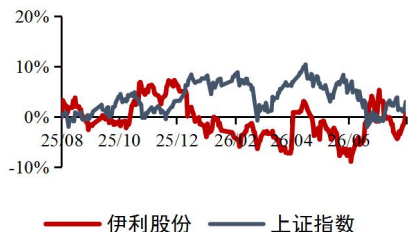
买入-A(首次)

核心经营改善兑现，多品类打开盈利空间

2026 年 9 月 2 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 9 月 1 日

收盘价（元/股）：	26.50
年内最高/最低（元/股）：	29.78/23.76
流通 A 股/总股本（亿股）：	62.94/63.25
流通 A 股市值（亿元）：	1,667.89
总市值（亿元）：	1,676.22

基础数据：2026 年 6 月 30 日

基本每股收益(元/股)：	0.91
摊薄每股收益(元/股)：	0.91
每股净资产(元/股)：	9.06
净资产收益率(%)：	9.64

资料来源：常闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

刘清羽

执业登记编码：S0760525070001

邮箱：liuqingyu@sxzq.com

事件描述

➢ 2026H1 公司实现营业总收入 644.90 亿元，同比增长 4.1%；主营业务收入 637.75 亿元，同比增长 4.0%；归母净利润 57.59 亿元，同比下降 20.0%；扣非归母净利润 55.96 亿元，同比下降 20.3%。报告期确认资产减值损失 24.56 亿元，其中存货减值 9.08 亿元、澳优相关商誉减值 15.47 亿元，是报表利润承压的主要原因。公司定义的核心经营利润为 83.84 亿元，同比增长 9.7%，核心经营利润率 13.00%，同比提升 0.66 个百分点。

事件点评

➢ 2026H1 液体乳业务实现收入 365.90 亿元，同比增长 1.3%，收入和销量均实现提升，产能利用率同步改善；液体乳毛利率 34.2%，同比提升 2.42 个百分点，是公司毛利率改善的主要来源。常温液态奶通过品牌组合优化和健康功能新品恢复增长，会员店、零食量贩、即时零售及 2B 等新渠道均实现双位数及以上增长；低温业务通过网点扩张、商超调改和定制化新品提升渗透。我们认为，原奶成本红利、渠道结构优化共同支撑液体乳利润弹性，核心基本盘已由单纯规模竞争转向结构和效率驱动。

➢ 2026H1 奶粉及奶制品、冷饮分别实现收入 168.45 亿元和 90.73 亿元，同比分别增长 1.6%和 10.3%。婴幼儿奶粉市场份额 18.6%，同比提升 0.6 个百分点，金领冠有机系列增长 50%以上；成人营养市场份额 26.8%，欣活实现双位数增长、蓓畅增长 20%以上，健康食品增长 100%以上。B 端奶酪及乳脂业务实现双位数增长，年产 1 万吨原制马苏里拉产线已于 2026 年 3 月投产；冷饮业务保持双位数增长。海外方面，印尼业务收入增长约 20%，菲律宾业务实现翻倍。我们看好婴配粉份额提升、成人营养、专业餐饮和海外本地化共同降低液体乳单一品类依赖。

➢ 2026H1 主营业务毛利率 36.30%，同比提升 0.25 个百分点；销售费用率 17.73%，同比下降 0.57 个百分点，核心经营利润率提升至 13.00%。经营活动现金流净额 97.59 亿元，同比增长 229.25%，显著高于同期净利润；资本开支 13.04 亿元，低于上年同期 14.53 亿元，体现产能建设节奏趋于克制。公司集中确认澳优商誉及存货减值后，商誉账面余额由年初 21.82 亿元降至 6.33 亿元，后续同类减值对报表利润的拖累有望减轻。结合 2025 年度 75.48% 的现金分红率，我们认为公司具备较强的现金创造与股东回报能力。

投资建议

➢ 预计 2026-2028 年营业收入分别为 1217.37/1279.19/1342.36 亿元，



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

同比增长 5.0%/5.1%/4.9%；归母净利润分别为 105.33/137.87/155.63 亿元，同比增长-8.9%/30.9%/12.9%；EPS 分别为 1.67/2.18/2.46 元。以 2026 年 9 月 1 日收盘价 26.50 元测算，对应 PE 约 15.9/12.2/10.8 倍。公司乳制品全产业链、品牌及渠道壁垒稳固，多品类平台和海外业务打开中长期空间，高现金分红提供估值支撑，随着原奶价格企稳回升，公司作为头部乳企公司，也积极打开更多良性竞争空间。首次覆盖，我们给予“买入-A”评级。

风险提示

- 原奶价格上涨超预期，导致液体乳及奶粉毛利率承压；
- 液体乳需求恢复、产品结构升级或渠道改革不及预期；
- 奶粉、奶酪、冷饮及成人营养市场竞争加剧，费用投放转化不及预期；
- 澳优经营改善、库存消化不及预期，或新增资产减值影响利润；
- 海外经营、汇率波动及食品安全风险。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	115,780	115,931	121,737	127,919	134,236
YoY(%)	-8.2	0.1	5.0	5.1	4.9
净利润(百万元)	8,453	11,565	10,533	13,787	15,563
YoY(%)	-18.9	36.8	-8.9	30.9	12.9
毛利率(%)	34.1	34.7	35.0	35.5	35.9
EPS(摊薄/元)	1.34	1.83	1.67	2.18	2.46
ROE(%)	14.8	19.7	16.9	21.2	22.8
P/E(倍)	19.8	14.5	15.9	12.2	10.8
P/B(倍)	3.2	3.1	2.9	2.8	2.6
净利率(%)	7.3	10.0	8.7	10.8	11.6

来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	66619	66370	70850	74654	79032	营业收入	115780	115931	121737	127919	134236
现金	25404	19495	19478	21746	24162	营业成本	76299	75654	79118	82543	86063
应收票据及应收账款	3129	2995	3043	3070	3087	营业税金及附加	733	672	730	768	805
预付账款	1176	1197	1217	1215	1208	营业费用	21982	21545	23860	24816	25773
存货	10745	10823	11472	11556	11619	管理费用	4465	4696	4748	4989	5101
其他流动资产	26165	31860	35639	37066	38955	研发费用	870	915	913	959	966
非流动资产	87099	85729	82118	80418	78718	财务费用	-592	-691	-2191	-2303	-2416
长期投资	3992	4144	4244	4344	4444	资产减值损失	-5231	-999	-3409	-1407	-1074
固定资产	36365	36120	35120	34220	33320	公允价值变动收益	-28	38	-100	0	0
无形资产	4780	4755	4700	4700	4700	投资净收益	2417	147	300	380	450
其他非流动资产	41962	40709	38054	37154	36254	营业利润	10182	13528	12250	16020	18219
资产总计	153718	152099	152968	155071	157750	营业外收入	78	66	20	20	20
流动负债	89925	91053	89523	88517	87505	营业外支出	133	600	400	350	350
短期借款	36355	45631	45000	43000	41000	利润总额	10127	12994	11870	15690	17889
应付票据及应付账款	13282	13130	14241	15270	16352	所得税	1663	1480	1543	2040	2326
其他流动负债	40288	32292	30282	30247	30153	税后利润	8464	11514	10327	13650	15563
非流动负债	6786	2501	2300	2100	1900	少数股东损益	11	-51	-207	-137	0
长期借款	4687	472	400	300	20	净利润					3
其他非流动负债	2099	2029	1900	1800	1700	EBITDA	16342	19648	18561	22692	25205
负债合计	96710	93554	91823	90617	89405	主要财务比率					
少数股东权益	3828	3889	3682	3546	3546	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
股本	6366	6325	6325	6325	6325	成长能力					
资本公积	13211	12262	12262	12262	12262	营业收入(%)	-8.2	0.1	5.0	5.1	4.9
留存收益	35429	36241	38875	42321	46212	营业利润(%)	-14.2	32.9	-9.4	30.8	13.7
归属母公司股东权益	53180	54656	57462	60909	64800	归属于母公司净利润(%)	-18.9	36.8	-8.9	30.9	12.9
负债和股东权益	153718	152099	152968	155071	157750	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	34.1	34.7	35.0	35.5	35.9
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	净利率(%)	7.3	10.0	8.7	10.8	11.6
经营活动现金流	21740	14344	11733	17047	19005	ROE(%)	14.8	19.7	16.9	21.2	22.8
净利润	8464	11514	10327	13650	15563	ROIC(%)	9.5	12.7	11.4	14.5	16.1
折旧摊销	4465	4442	4500	4700	4900	偿债能力					
财务费用	-592	-691	-2191	-2303	-2416	资产负债率(%)	62.9	61.5	60.0	58.4	56.7
投资损失	-2417	-147	-300	-380	-450	流动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
营运资金变动	5021	-2699	-703	1379	1408	速动比率	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6
其他经营现金流	6799	1925	100	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-32709	-7796	-15952	-5941	-6533	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
筹资活动现金流	-7278	-13473	4202	-8837	-10056	应收账款周转率	36.0	37.9	37.9	37.9	37.9
每股指标 (元)						应付账款周转率	5.4	5.7	5.7	5.7	5.7
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.83	1.67	2.18	2.46	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	3.44	2.27	1.85	2.70	3.00	P/E	19.8	14.5	15.9	12.2	10.8
每股净资产(最新摊薄)	8.41	8.64	9.08	9.63	10.25	P/B	3.2	3.1	2.9	2.8	2.6
						EV/EBITDA	12.1	10.4	10.0	7.8	6.7

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

