

伊利 (600887.CH): 4Q26 收入有望加速增长, 业绩确定性领先行业; 维持“买入”

浦银国际观点: 乳制品行业是我们消费板块的首选。随着奶价逐步回升, 乳制品行业竞争格局有望持续改善, 市场需求有望向头部玩家集中。作为乳制品行业龙头, 伊利强大的品牌力、产品研发和创新力、发达的渠道网络和深厚的奶源布局都将支持伊利在各个细分赛道取得优于行业的销售表现, 并在深加工业务上取得突破。我们预测伊利 4Q26 收入相较 3Q26 加速增长, 且 2027 年依然有较强的业绩增长确定性。我们预计伊利 FY27E 收入/利润分别为人民币 1,284 亿/139.5 亿元, 同比+6.5%/+39%, 对应 PE 为 13.3 倍、股息率 5.5%。我们维持伊利“买入”评级, 目标价上调至人民币 37.5 元 (基于 17 倍 2027E P/E)。

- **3Q26 收入保持稳定增长, 利润率持续同比扩张:** 3Q26 收入同比增长 2.4%至 292.5 亿元, 核心经营利润同比增长 8.5%, 核心经营利润率同比扩张 0.6ppt。分板块看, 液奶收入同比增长 1.7%, 常温液奶保持稳健, 金典鲜活带动金典增长, 安慕希降幅收窄、逐步企稳, 低温持续推进鲜奶、酸奶新品及新渠道布局; 奶粉及奶制品收入同比增长 3.8%, 剔除大包粉外售减少影响后增长接近双位数, 其中成人营养品同比+双位数, 澳优渠道调整后收入表现改善。冷饮受备货节奏及同期高基数影响承压, 下半年收入占比较小。公司保持高质量运营, 管理层表示产品新鲜度达到历史最好水平、终端动销优于报表端。
- **对 4Q26 及 2027 维持较为乐观的展望:** 管理层预计新鲜度调整成果将在 4Q26 有所体现。基于 4Q26 较低的基数 (公司 4Q25 开始新鲜度管理) 以及明年春节相较今年有所提前, 我们预测 4Q26 液奶收入增速有望环比提升。管理层维持 2026 全年集团收入同比增长中单位数 (意味着 4Q26 收入同比增长中到高单位数), 核心经营利润率同比扩张的目标。婴配粉全年收入增长有望达到中到高单位数, 成人粉和奶酪全年有望同比增长双位数。展望 2027 年, 管理层预计上游供需将趋于平衡, 液奶行业竞争格局有望随着奶价的持续回升而进一步改善, 并表示有信心公司在 2027 年实现比行业更好的增长。
- **未来的主要增长驱动力是什么?** 我们认为伊利未来的增长主要来自于以下几点: (1) 基于强大的产品研发和市场营销能力, 常温液奶、婴配粉等核心品类有望实现产品结构升级以及市场份额的持续提升。(2) 基于冷链物流的持续完善, 低温产品进一步向三四线城市拓展, 同时推出渠道定制化产品对新兴渠道进行深度渗透。(3) 公司依托稳定奶源、技术积累及客户合作, 持续完善深加工业务的布局, 计划 2027 年提升原制奶酪、脱盐乳清、乳铁蛋白等高附加值产品的量产规模, 并推进国内、海外 To B 深加工原料业务双百亿元的长期收入目标。
- **投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争加剧、原奶价格大幅上升。

林闲嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

何丽敏

消费分析师

limin_he@spdbi.com

(852) 2808 6438

2026 年 10 月 30 日

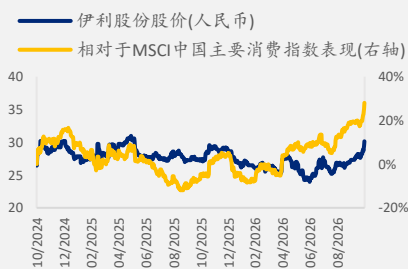
评级

买入

目标价 (人民币)	37.5
潜在升幅/降幅	+24.4%
股息率	3.8%
预期回报率	+28.2%
目前股价 (人民币)	30.2
52 周内股价区间 (人民币)	23.76-30.16
总市值 (百万人民币)	190,710
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	1,505.6

注: 截至 2026 年 10 月 30 日收盘价

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究



图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	115,780	115,931	120,605	128,418	136,814
同比变动 (%)	-8.2%	0.1%	4.0%	6.5%	6.5%
归母净利润	8,453	11,565	10,013	13,949	15,472
同比变动 (%)	-18.9%	36.8%	-13.4%	39.3%	10.9%
PE (x)	22.7	16.5	19.0	13.7	12.3
ROE (%)	14.8%	19.9%	16.6%	22.0%	23.0%

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 伊利股份

利润表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	115,780	115,931	120,605	128,418	136,814
同比	-8.2%	0.1%	4.0%	6.5%	6.5%
营业成本	-76,299	-75,654	-78,374	-83,402	-88,819
税金及附加	-733	-672	-843	-898	-956
毛利润	38,748	39,605	41,388	44,118	47,039
毛利率	33.5%	34.2%	34.3%	34.4%	34.4%
销售费用	-21,982	-21,545	-21,898	-23,068	-24,317
管理费用	-4,465	-4,696	-4,865	-5,098	-5,350
其他经营收入及收益	-870	-915	-923	-989	-1,053
经营利润	11,431	12,450	13,702	14,963	16,319
经营利润率	9.9%	10.7%	11.4%	11.7%	11.9%
财务费用	592	691	961	1,129	1,162
其他收益	1,016	1,208	1,300	1,300	1,300
投资净收益	2,417	147	300	300	300
减值损失/收益	-5,274	-968	-3,540	-1,060	-750
营业利润	10,182	13,528	12,724	16,632	18,330
营业外收入	78	66	18	18	18
营业外支出	-133	-600	-350	-300	-200
利润总额	10,127	12,994	12,392	16,350	18,148
所得税	-1,663	-1,480	-2,478	-2,502	-2,777
所得税率	-16.4%	-11.4%	-20.0%	-15.3%	-15.3%
净利润	8,464	11,514	9,913	13,849	15,372
减：少数股东损益	11	-51	-100	-100	-100
归母净利润	8,453	11,565	10,013	13,949	15,472
归母净利率	7.3%	10.0%	8.3%	10.9%	11.3%
同比	-18.9%	36.8%	-13.4%	39.3%	10.9%

资产负债表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	25,404	19,495	26,079	29,421	33,616
现金及等价物	24,547	17,678	25,221	28,563	32,758
其他	858	858	858	858	858
应收票据及应收账款	3,129	2,995	3,351	3,568	3,802
预付款项	1,176	1,197	1,795	1,912	2,037
其他应收款	126	261	261	261	261
存货	10,745	10,823	10,736	11,425	12,167
其他流动资产	26,039	32,558	31,598	31,598	31,598
流动资产合计	66,619	66,370	73,822	78,185	83,481
长期股权投资	3,992	4,144	4,144	4,144	4,144
固定资产	34,619	34,386	32,249	31,634	30,989
在建工程	2,955	1,357	1,357	1,357	1,357
无形资产	4,780	4,755	4,816	4,814	4,799
商誉	2,337	2,182	2,182	2,182	2,182
递延所得税资产	2,074	1,949	1,949	1,949	1,949
其他非流动资产	36,342	36,955	36,799	36,881	36,924
非流动资产合计	87,099	85,729	83,495	82,961	82,344
短期借款	36,355	45,631	45,631	45,631	45,631
应付票据及应付账款	13,282	13,130	16,748	16,680	17,034
合同负债	12,073	10,564	10,564	10,564	10,564
应付职工薪酬	3,777	3,730	3,566	3,797	4,046
应交税费	850	429	429	429	429
其他应付款	2,770	2,675	2,675	2,675	2,675
其他流动负债	20,817	14,894	14,894	14,894	14,894
流动负债合计	89,925	91,053	94,508	94,671	95,273
长期借款	4,687	472	472	472	472
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,099	2,029	2,029	2,029	2,029
非流动负债合计	6,786	2,501	2,501	2,501	2,501
股本	19,577	18,588	18,588	18,588	18,588
储备	33,603	36,068	38,772	42,538	46,715
少数股东权益	3,828	3,889	3,789	3,689	3,589
所有者权益合计	57,008	58,544	61,148	64,814	68,891

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

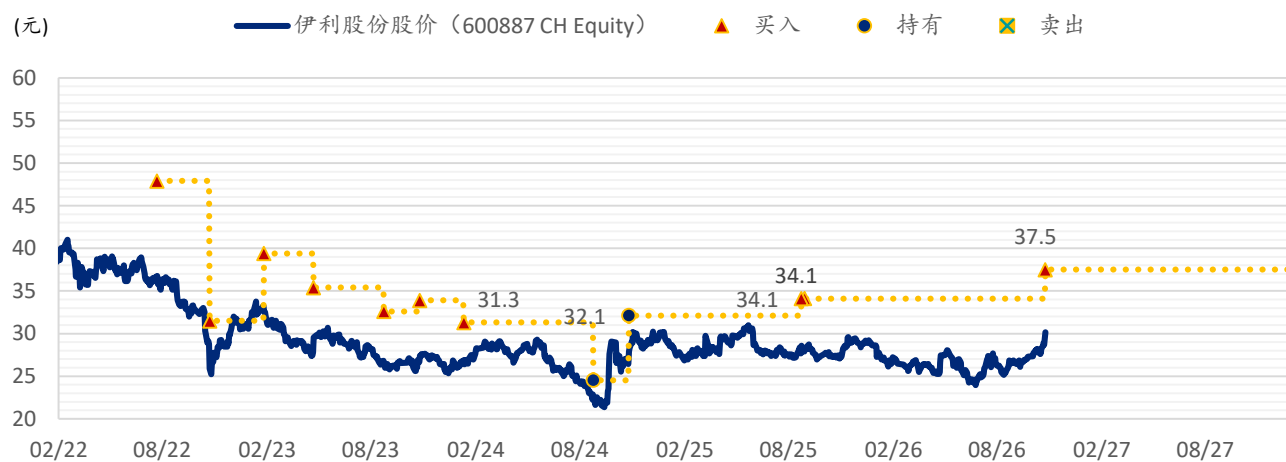
现金流量表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	8,464	11,514	9,913	13,849	15,372
固定资产折旧	4,056	4,069	4,485	4,815	5,145
无形资产摊销	147	152	289	302	315
财务费用	1,026	6	961	1,129	1,162
存货的减少	585	-586	87	-689	-742
经营性应收项目的减少	1,825	170	-955	-333	-358
经营性应付项目的增加	2,611	-2,283	3,455	163	602
其他	3,026	1,301	2,879	718	457
经营活动产生的现金流量净额	21,740	14,344	21,115	19,954	21,951
资本开支	-3,978	-3,037	-5,600	-5,600	-5,600
投资支付的现金	-34,254	-36,128	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-165	-88	0	0	0
其他	5,689	31,457	300	300	300
投资活动产生的现金流量净额	-32,709	-7,796	-5,300	-5,300	-5,300
吸收投资收到的现金	0	119	0	0	0
取得借款收到的现金	218,831	234,471	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	246	--	0	0	0
偿还债务支付的现金	-216,298	-235,560	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-9,092	-12,025	-8,271	-11,312	-12,456
其他	-965	-479	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-7,278	-13,473	-8,271	-11,312	-12,456
现金及现金等价物净增加额	-18,266	-6,869	7,544	3,342	4,195
期初现金及现金等价物余额	42,812	24,547	17,678	25,221	28,563
期末现金及现金等价物余额	24,547	17,678	25,221	28,563	32,758

财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.33	1.83	1.58	2.21	2.45
每股销售额	18.19	18.33	19.07	20.30	21.63
每股股息	1.21	1.38	1.16	1.61	1.79
同比变动					
收入	-8.2%	0.1%	4.0%	6.5%	6.5%
经营盈利	-5.4%	8.9%	10.1%	9.2%	9.1%
归母净利润	-18.9%	36.8%	-13.4%	39.3%	10.9%
费用与利润率					
毛利率	33.5%	34.2%	34.3%	34.4%	34.4%
经营利润率	9.9%	10.7%	11.4%	11.7%	11.9%
归母净利率	7.3%	10.0%	8.3%	10.9%	11.3%
回报率					
平均股本回报率	14.8%	19.9%	16.6%	22.0%	23.0%
平均资产回报率	#REF!	7.5%	6.4%	8.7%	9.4%
资产效率					
应收账款周转天数	8.0	9.0	9.0	9.0	9.0
库存周转天数	54.0	52.0	52.0	52.0	52.0
应付账款周转天数	71.0	71.0	71.0	71.0	71.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
负债/权益	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
估值					
市盈率 (x)	22.7	16.5	19.0	13.7	12.3
市销率 (x)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
股息率	4.0%	4.6%	3.8%	5.3%	5.9%

图表 2: SPDBI 目标价: 伊利股份 (600887.CH)

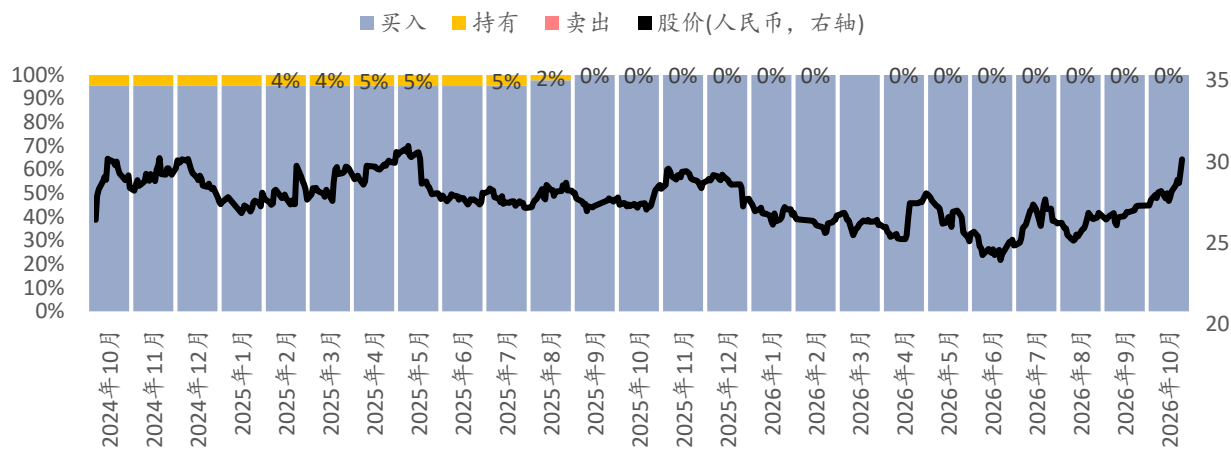


注: 截至 2026 年 10 月 30 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

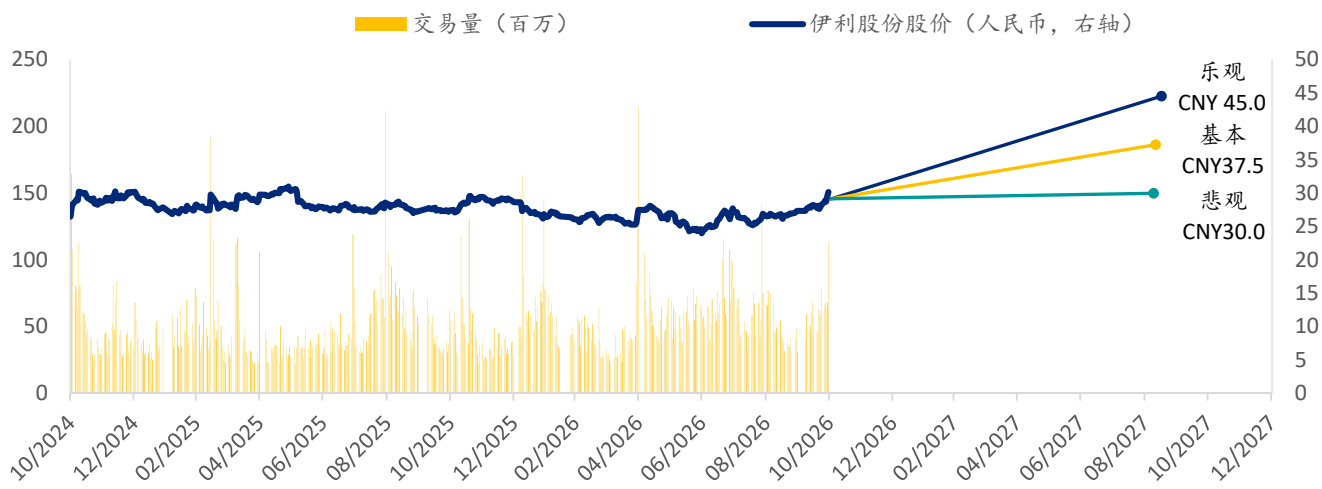
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：市场普遍预期：伊利股份（600887.CH）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 情景假设：伊利股份（600887.CH）



乐观情景：公司收入和利润率增长好于预期

目标价：人民币 45.0 元

概率：25%

- 2026 年液态奶销量同比增长中单位数；
- 2026 年液态奶收入同比增长高单位数；
- 2026 年毛利率同比上升 50bps。

悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期

目标价：人民币 30.0 元

概率：20%

- 2026 年液态奶销量同比持平；
- 2026 年液态奶销量增长同比增长低单位数；
- 2026 年毛利率同比下跌。

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

