经营稳健，液奶持续改善

——伊利股份 2026 年三季报点评

买入|维持

- **事件**

公司公告 2026 年三季报。26Q1-3，公司实现总营收 938.13 亿元，同比+3.59%，归母净利 88.04 亿元，同比-15.56%。26Q3，公司实现总营收 293.24 亿元，同比+2.42%，归母净利 30.45 亿元，同比-5.60%。公司拟中期分红，每股派发现金红利 0.42 元（含税），现金分红总额占前三季度归母净利的 30.17%。

- **液奶持续改善，奶粉及奶制品增速环比修复**

1）三季度液奶持续平稳增长，奶粉增速环比改善。26Q3，公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮/其他产品收入分别为 191.31/79.78/10.45/7.49 亿元，同比+1.68%/+3.84%/-12.83%/+26.82%。Q3 液体乳增速环比+1.63pct，奶粉及奶制品增速环比转正，+7.34pct；冷饮收入同比下滑主要为季节备货节奏差异影响，前三季度整体较快增长。26Q1-3，公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮/其他产品收入分别为 557.21/248.23/101.18/20.15 亿元，同比+1.42%/+2.32%/+7.32%/+106.40%。

2）直营渠道高增，经销商结构持续调整优化。26Q1-3，公司经销/直营渠道分别实现收入 879.56/47.21 亿元，同比+1.74%/+49.73%。26Q3，经销/直营收入 271.73/17.30 亿元，同比+0.29%/+45.11%。公司持续推进渠道调整优化，26Q3 末经销商数量合计 17248 家，较上个季度末净减少 790 家。

3）前三季度各区域均实现增长，华北增速领先。26Q1-3，公司华北/华南/华中/华东/其他区域分别实现收入 267.71/224.98/172.57/135.35/126.15 亿元，同比+5.80%/+2.43%/+3.38%/+1.49%/+2.51%。26Q3，以上各区域收入分别+3.19%/+1.08%/+4.35%/-0.59%/+2.05%。

- **毛利率及期间费用率改善，短期因素扰动净利率**

1）三季度毛利率小幅提升，计提减值、所得税费用增加等影响净利率表现。26Q3，公司总收入毛利率/总收入归母净利率分别为 34.60%/10.38%，同比+0.69/-0.88pct。期间费用率小幅节约，销售/管理/研发/财务费用率为 18.14%/3.91%/0.80%/-1.07%，同比-0.08/-0.06/-0.06/+0.01pct。净利率下行主要受计提减值增加和所得税费用增加影响，26Q3，资产和信用减值绝对值占收入比重合计同比+0.62pct，所得税费用占收入比重+0.47pct，此外，少数股东损益占收入比重同比+0.38pct，小幅摊薄归母净利率。

2）前三季度毛利率稳定，期间费用率小幅节约。26Q1-3，公司总收入毛利率/总收入归母净利率分别为 35.97%/9.38%，同比+0.49/-2.13pct。销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.42/+0.02/-0.02/-0.06pct；净利率下行主要为二季度计提澳优大额商誉减值影响。

- **投资建议**

我们预计公司 26/27/28 年归母净利润分别为 100.75/130.15/139.82 亿元，增速-12.89%/29.18%/7.43%，对应 10 月 30 日 PE 19/15/14 倍（市值 1907 亿元），维持“买入”评级。

- **风险提示**

市场竞争加剧风险、下游需求不及预期风险、食品安全风险。

附表：盈利预测

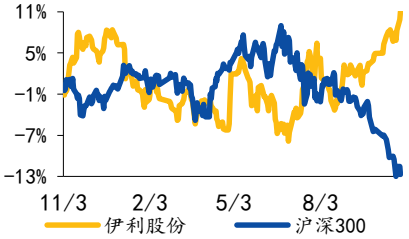
财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	115779.55	115931.11	120702.29	126620.26	132759.01
收入同比(%)	-8.24	0.13	4.12	4.90	4.85
归母净利润(百万元)	8452.86	11565.17	10074.85	13014.72	13981.55
归母净利润同比(%)	-18.94	36.82	-12.89	29.18	7.43
ROE(%)	15.89	21.16	17.07	20.18	20.35
每股收益(元)	1.34	1.83	1.59	2.06	2.21
市盈率(P/E)	22.56	16.49	18.93	14.65	13.64

资料来源：iFinD，国元证券研究所

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	30.15 / 23.96
流通股（百万股）：	6293.93
总股本（百万股）：	6325.36
流通市值（百万元）：	189761.98
总市值（百万元）：	190709.62

过去一年股价走势



资料来源：iFinD，国元证券研究所

相关研究报告

报告作者

分析师　单蕾
执业证书编号　S0020524100001
电话　021-51097188
邮箱　shanlei@gyzq.com.cn

分析师　朱宇昊
执业证书编号　S0020522090001
电话　021-51097188
邮箱　zhuyuhao@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	66619.38	66369.72	64317.13	66721.74	67174.52
现金	25404.26	19494.92	19884.82	20282.52	20688.17
应收账款	2878.40	2987.43	2885.31	3013.76	3149.32
其他应收款	125.65	120.85	149.66	157.00	164.61
预付账款	1176.13	1197.45	1222.58	1280.47	1334.07
存货	10744.67	10823.13	11196.40	11649.54	12177.17
其他流动资产	26290.27	31745.95	28978.35	30338.45	29661.19
非流动资产	87098.62	85728.80	80337.25	75042.77	69833.35
长期投资	3992.03	4143.69	4181.37	4105.70	4143.59
固定资产	34618.50	34386.31	30814.45	26481.19	21836.88
无形资产	4780.06	4755.42	4448.50	4126.81	3791.45
其他非流动资产	43708.03	42443.37	40892.94	40329.08	40061.44
资产总计	153718.00	152098.52	144654.38	141764.51	137007.87
流动负债	89924.53	91053.00	79321.04	71229.03	62443.54
短期借款	36354.63	45630.63	29388.87	22642.04	12398.75
应付账款	12312.88	11479.44	11875.35	12355.97	12915.59
其他流动负债	41257.02	33942.94	38056.81	36231.01	37129.20
非流动负债	6785.82	2501.24	2567.92	2500.34	2486.75
长期借款	4686.53	472.48	452.48	430.48	405.48
其他非流动负债	2099.29	2028.76	2115.45	2069.86	2081.27
负债合计	96710.35	93554.24	81888.96	73729.37	64930.29
少数股东权益	3827.72	3888.59	3727.71	3538.84	3360.77
股本	6365.90	6325.36	6325.36	6325.36	6325.36
资本公积	13211.47	12262.34	12262.34	12262.34	12262.34
留存收益	35429.10	36241.15	40623.17	46081.75	50302.26
归属母公司股东权益	53179.94	54655.69	59037.71	64496.29	68716.81
负债和股东权益	153718.00	152098.52	144654.38	141764.51	137007.87

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	21739.74	14343.92	15606.02	15769.79	17846.48
净利润	8463.71	11513.91	9913.97	12825.85	13803.48
折旧摊销	4464.96	4442.33	4207.21	4209.81	4203.32
财务费用	-591.65	-690.85	-128.03	-153.07	-171.93
投资损失	-2417.33	-147.16	-350.50	-280.80	-288.30
营运资金变动	5021.05	-2699.06	1685.94	-483.92	128.44
其他经营现金流	6799.01	1924.75	277.43	-348.08	171.46
投资活动现金流	-32709.43	-7796.32	4229.11	-9.54	1821.25
资本支出	3978.32	3036.64	-1262.43	-950.30	-1091.55
长期投资	28848.44	5813.13	-432.04	14.70	127.68
其他投资现金流	117.33	1053.45	2534.64	-945.15	857.37
筹资活动现金流	-7277.92	-13472.89	-19445.23	-15362.55	-19262.08
短期借款	-3400.22	9276.00	-16241.75	-6746.83	-10243.30
长期借款	-7018.87	-4214.05	-20.00	-22.00	-25.00
普通股增加	-0.20	-40.54	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-168.86	-949.13	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	3310.23	-17545.17	-3183.48	-8593.72	-8993.78
现金净增加额	-18265.56	-6868.93	389.90	397.70	405.65

利润表					单位:百万元
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	115779.55	115931.11	120702.29	126620.26	132759.01
营业成本	76298.83	75653.84	78263.07	81430.52	85118.65
营业税金及附加	732.78	672.49	724.21	759.72	796.55
营业费用	21982.31	21544.58	22112.66	23146.18	24255.07
管理费用	4465.11	4695.60	4683.25	4874.88	5111.22
研发费用	869.98	915.01	878.00	912.00	917.00
财务费用	-591.65	-690.85	-128.03	-153.07	-171.93
资产减值损失	-4675.85	-730.38	-2796.00	-785.00	-705.00
公允价值变动收益	-28.15	37.78	-128.90	35.52	38.90
投资净收益	2417.33	147.16	350.50	280.80	288.30
营业利润	10181.77	13527.81	12359.99	15896.11	17158.92
营业外收入	77.80	66.23	72.01	69.12	70.56
营业外支出	132.84	600.20	335.89	356.31	430.80
利润总额	10126.73	12993.83	12096.11	15608.92	16798.69
所得税	1663.02	1479.92	2182.14	2783.07	2995.21
净利润	8463.71	11513.91	9913.97	12825.85	13803.48
少数股东损益	10.85	-51.26	-160.88	-188.87	-178.07
归属母公司净利润	8452.86	11565.17	10074.85	13014.72	13981.55
EBITDA	14055.08	17279.28	16439.16	19952.85	21190.32
EPS（元）	1.33	1.83	1.59	2.06	2.21

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-8.24	0.13	4.12	4.90	4.85
营业利润(%)	-14.25	32.86	-8.63	28.61	7.94
归属母公司净利润(%)	-18.94	36.82	-12.89	29.18	7.43
获利能力					
毛利率(%)	34.10	34.74	35.16	35.69	35.88
净利率(%)	7.30	9.98	8.35	10.28	10.53
ROE(%)	15.89	21.16	17.07	20.18	20.35
偿债能力					
资产负债率(%)	62.91	61.51	56.61	52.01	47.39
净负债比率(%)	51.98	54.00	44.77	38.91	29.30
流动比率	0.74	0.73	0.81	0.94	1.08
速动比率	0.61	0.61	0.67	0.77	0.88
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.76	0.81	0.88	0.95
应收账款周转率	37.48	37.54	38.93	40.96	40.95
应付账款周转率	5.84	6.36	6.70	6.72	6.74
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.83	1.59	2.06	2.21
每股经营现金流(最新摊薄)	3.44	2.27	2.47	2.49	2.82
每股净资产(最新摊薄)	8.41	8.64	9.33	10.20	10.86
估值比率					
P/E	22.56	16.49	18.93	14.65	13.64
P/B	3.59	3.49	3.23	2.96	2.78
EV/EBITDA	13.31	10.83	11.38	9.38	8.83

资料来源：iFinD，国元证券研究所

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 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 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100029