2026 年 10 月 31 日
证券研究报告•2026 三季报点评
# 伊利股份（600887）食品饮料

买入（维持）
当前价：30.15 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# Q3 收入保持增长，减值与税负仍压制利润释放

**投资要点：**

- **事件：**公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 935.8 亿元，同比+3.6%；归母净利润 88.0 亿元，同比-15.6%；扣非归母净利润 85.3 亿元，同比-15.5%。其中 26Q3 实现营业收入 292.5 亿元，同比+2.4%；归母净利润 30.5 亿元，同比-5.6%；扣非归母净利润 29.4 亿元，同比-4.9%。
- **液奶与奶粉业务保持正增长，直营渠道延续较快增长。**1、分产品看，Q3 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品、其他产品分别实现主营收入 191.3/79.8/10.4/7.5 亿元，同比分别+1.7%/+3.8%/-12.8%/+26.8%。液体乳与奶粉及奶制品延续正增长，是当季主营收入的主要支撑；冷饮单季收入回落，其他产品增速较快，但收入基数相对较小。2、分销售模式看，Q3 经销/直营收入为 271.7/17.3 亿元，同比+0.3%/+45.1%；直营模式实现高速增长。3、分区域看，Q3 华北、华南、华中、华东及其他区域收入分别为 84.2/69.6/55.6/42.5/37.1 亿元，其中华北、华中分别增长 3.2%/4.3%，华东小幅下降，区域表现整体稳中有分化。
- **毛利率和费用率改善，但所得税及资产减值拖累利润转化。**毛利率方面，Q3 综合毛利率约 34.4%，同比提升约 0.7 个百分点；费用率方面，Q3 销售、管理及研发费用率分别约 18.2%/3.9%/0.8%，同比分别下降约 0.1/0.1/0.1 个百分点，当季毛利及费用效率有所改善。所得税费用按同口径季度拆分同比增长约 35.2%，此外，前三季度资产减值损失约 25.4 亿元，上年同期约 3.6 亿元，较大幅度增加；相关压力主要来自澳优相关商誉及存货减值。综合来看，26Q3 公司净利率为 10.7%，同比-0.5pp。
- **液奶稳健增长与非液奶业务拓展提供支撑，后续关注经营修复及利润转化。**公司液奶业务已恢复正增长，奶粉及奶制品仍有增长，直营渠道和其他产品也在拓展，为收入端提供一定支撑。后续一方面需继续关注液奶产品结构和终端动销，另一方面需观察奶粉及奶制品业务、尤其澳优相关业务经营修复及减值影响变化；冷饮 Q3 回落也需要后续销售节奏验证。盈利端虽然毛利率和费用率有所改善，但前三季度资产减值仍高、所得税费用同比上升，短期利润表现可能继续弱于收入表现。若减值影响逐步减弱、渠道经营恢复并维持费用效率，利润端有望逐步改善。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2026-2028 年 EPS 分别为 1.59 元、2.05 元、2.28 元，对应动态 PE 分别为 19 倍、15 倍、13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原奶价格持续上涨风险；行业竞争加剧风险；商誉计提大额减值损失风险；食品安全风险；乳制品下游需求持续疲软风险。

| 指标/年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（亿元） | 1159.31 | 1217.46 | 1273.92 | 1324.58 |
| 增长率 | 0.13% | 5.02% | 4.64% | 3.98% |
| 归属母公司净利润（亿元） | 115.65 | 100.67 | 129.54 | 144.39 |
| 增长率 | 36.82% | -12.96% | 28.68% | 11.46% |
| 每股收益 EPS（元） | 1.83 | 1.59 | 2.05 | 2.28 |
| 净资产收益率 ROE | 19.67% | 17.52% | 21.64% | 23.90% |
| PE | 16 | 19 | 15 | 13 |
| PB | 3.26 | 3.33 | 3.20 | 3.17 |

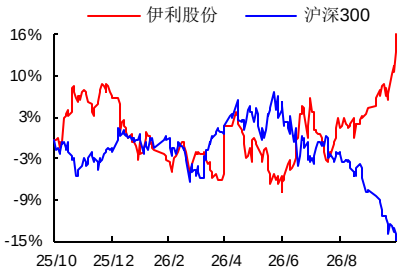
*数据来源：Wind，西南证券*


**西南证券研究院**

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：舒尚立
执业证号：S1250523070009
电话：023-63786049
邮箱：ssl@swsc.com.cn


**相对指数表现**




*数据来源：聚源数据*

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 63.25 |
| 流通 A 股(亿股) | 62.94 |
| 52 周内股价区间(元) | 23.96-30.15 |
| 总市值(亿元) | 1,907.10 |
| 总资产(亿元) | 1,570.52 |
| 每股净资产(元) | 8.99 |

**相关研究**

1. 伊利股份(600887)：液奶企稳冷饮提速，减值拖累 Q2 利润 (2026-08-31)
2. 伊利股份（600887）：2025 顺利收官，26Q1 液奶恢复增长 (2026-05-06)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（亿元） | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1159.31 | 1217.46 | 1273.92 | 1324.58 |
| 营业成本 | 756.54 | 791.73 | 824.83 | 851.32 |
| 营业税金及附加 | 6.72 | 7.28 | 7.62 | 7.92 |
| 销售费用 | 215.45 | 224.01 | 231.85 | 242.40 |
| 管理费用 | 46.96 | 49.92 | 52.23 | 54.31 |
| 财务费用 | -6.91 | 13.84 | 12.35 | 10.38 |
| 资产减值损失 | -7.30 | 14.00 | -6.00 | -9.00 |
| 投资收益 | 1.47 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.38 | 0.56 | 0.36 | 0.43 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 135.28 | 117.23 | 151.39 | 167.69 |
| 其他非经营损益 | -5.34 | -2.69 | -4.00 | -3.40 |
| **利润总额** | 129.94 | 114.54 | 147.39 | 164.29 |
| 所得税 | 14.80 | 14.32 | 18.42 | 20.54 |
| 净利润 | 115.14 | 100.22 | 128.97 | 143.75 |
| 少数股东损益 | -0.51 | -0.45 | -0.57 | -0.64 |
| 归属母公司股东净利润 | 115.65 | 100.67 | 129.54 | 144.39 |

| 现金流量表（亿元） | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 115.14 | 100.22 | 128.97 | 143.75 |
| 折旧与摊销 | 44.42 | 43.34 | 43.67 | 43.79 |
| 财务费用 | -6.91 | 13.84 | 12.35 | 10.38 |
| 资产减值损失 | -7.30 | 14.00 | -6.00 | -9.00 |
| 经营营运资本变动 | -37.37 | -113.26 | 3.77 | -5.01 |
| 其他 | 35.46 | -11.76 | 5.14 | 8.48 |
| **经营活动现金流净额** | 143.44 | 46.39 | 187.89 | 192.40 |
| 资本支出 | 16.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -94.91 | 137.51 | 0.36 | 0.43 |
| **投资活动现金流净额** | -77.96 | 137.51 | 0.36 | 0.43 |
| 短期借款 | 92.76 | -85.51 | -65.08 | -39.19 |
| 长期借款 | -42.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | -9.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | -107.53 | -115.33 | -105.17 | -138.20 |
| 其他 | -67.92 | -56.26 | -12.35 | -10.38 |
| **筹资活动现金流净额** | -134.73 | -257.10 | -182.60 | -187.76 |
| **现金流量净额** | -68.69 | -73.20 | 5.65 | 5.07 |

| 资产负债表（亿元） | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 194.95 | 121.75 | 127.39 | 132.46 |
| 应收和预付款项 | 43.12 | 44.92 | 46.92 | 48.77 |
| 存货 | 108.23 | 110.23 | 115.77 | 119.85 |
| 其他流动资产 | 317.39 | 187.89 | 196.60 | 204.42 |
| 长期股权投资 | 41.44 | 41.44 | 41.44 | 41.44 |
| 投资性房地产 | 7.06 | 7.06 | 7.06 | 7.06 |
| 固定资产和在建工程 | 357.40 | 317.45 | 277.17 | 236.76 |
| 无形资产和开发支出 | 69.37 | 66.00 | 62.63 | 59.26 |
| 其他非流动资产 | 382.02 | 382.00 | 381.99 | 381.97 |
| **资产总计** | 1520.99 | 1278.73 | 1256.95 | 1231.98 |
| 短期借款 | 456.31 | 370.79 | 305.72 | 266.53 |
| 应付和预收款项 | 172.89 | 187.13 | 192.65 | 199.01 |
| 长期借款 | 4.72 | 4.72 | 4.72 | 4.72 |
| 其他负债 | 301.62 | 144.01 | 158.00 | 160.31 |
| **负债合计** | 935.54 | 706.66 | 661.10 | 630.57 |
| 股本 | 63.25 | 63.25 | 63.25 | 63.25 |
| 资本公积 | 122.62 | 122.62 | 122.62 | 122.62 |
| 留存收益 | 362.41 | 347.75 | 372.11 | 378.31 |
| 归属母公司股东权益 | 546.56 | 533.62 | 557.99 | 564.19 |
| 少数股东权益 | 38.89 | 38.44 | 37.87 | 37.23 |
| **股东权益合计** | 585.44 | 572.06 | 595.86 | 601.41 |
| 负债和股东权益合计 | 1520.99 | 1278.73 | 1256.95 | 1231.98 |

| 财务分析指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | 0.13% | 5.02% | 4.64% | 3.98% |
| 营业利润增长率 | 32.86% | -13.34% | 29.14% | 10.76% |
| 净利润增长率 | 36.04% | -12.96% | 28.68% | 11.46% |
| EBITDA 增长率 | 22.94% | 0.94% | 18.91% | 6.97% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 34.74% | 34.97% | 35.25% | 35.73% |
| 三费率 | 22.04% | 23.64% | 23.27% | 23.18% |
| 净利率 | 9.93% | 8.23% | 10.12% | 10.85% |
| ROE | 19.67% | 17.52% | 21.64% | 23.90% |
| ROA | 7.57% | 7.84% | 10.26% | 11.67% |
| ROIC | 26.28% | 23.86% | 28.85% | 33.93% |
| EBITDA/销售收入 | 14.90% | 14.33% | 16.28% | 16.75% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.76 | 0.87 | 1.00 | 1.06 |
| 固定资产周转率 | 3.36 | 3.72 | 4.36 | 5.22 |
| 应收账款周转率 | 37.54 | 37.89 | 38.26 | 37.98 |
| 存货周转率 | 6.66 | 6.96 | 6.94 | 6.91 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 108.49% | — | — | — |
| **资本结构** | | | | |
| 资产负债率 | 61.51% | 55.26% | 52.60% | 51.18% |
| 带息债务/总负债 | 49.28% | 53.14% | 46.96% | 43.02% |
| 流动比率 | 0.73 | 0.68 | 0.77 | 0.83 |
| 速动比率 | 0.61 | 0.52 | 0.58 | 0.64 |
| 股利支付率 | 92.98% | 114.57% | 81.19% | 95.71% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 1.83 | 1.59 | 2.05 | 2.28 |
| 每股净资产 | 9.26 | 9.04 | 9.42 | 9.51 |
| 每股经营现金 | 2.27 | 0.73 | 2.97 | 3.04 |
| 每股股利 | 1.70 | 1.82 | 1.66 | 2.18 |

| 业绩和估值指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 172.79 | 174.42 | 207.41 | 221.86 |
| PE | 16.49 | 18.94 | 14.72 | 13.21 |
| PB | 3.26 | 3.33 | 3.20 | 3.17 |
| PS | 1.65 | 1.57 | 1.50 | 1.44 |
| EV/EBITDA | 10.50 | 10.08 | 8.13 | 7.40 |
| 股息率 | 5.64% | 6.05% | 5.51% | 7.25% |

*数据来源：Wind，西南证券*

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下 |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队



| 区域 | 姓名 | 职务 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|
| 上海 | 崔露文 | 上海公募销售主管 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 私募销售主管 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 戴剑箫 | 销售岗 | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn |
| | 叶佳缘 | 销售岗 | 15800609605 | yejy@swsc.com.cn |
| | 贾文婷 | 销售岗 | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn |
| | 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn |
| | 张大炜 | 销售岗 | 13163027178 | zhangdaw@swsc.com.cn |
| | 张怀文 | 销售岗 | 18800275611 | zhanghuaiwen@swsc.com.cn |
| | 苏湖 | 销售岗 | 18913127448 | suhu1997@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 北京公募销售主管 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 北京保险销售主管 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售岗 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 销售岗 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售岗 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 刘艳 | 销售岗 | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
| 广深 | 高欣 | 广深销售主管 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 文柳茜 | 销售岗 | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售岗 | 15602268757 | lzr@swsc.com.cn |
| | 黄诗洁 | 销售岗 | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn |
| | 周玥 | 销售岗 | 18580531950 | zhy1997@swsc.com.cn |
| | 彭志伟 | 销售岗 | 15521604635 | pzhw@swsc.com.cn |