伊利股份 20260901

伊利股份：供需拐点确立与利润率扩张，高股息支撑估值修复

摘要

- 原奶供需拐点显现：2026H1 原奶产量增 4% vs 乳制品增 5%，散奶价回升至 2 元+并与合同价持平，行业供需缺口收窄。
- 伊利内生经营稳健：剔除澳优减值及补税等一次性因素，2026Q2 内生经营利润增 8%+，经营利润率升至 10.4%。
- 利润率提升逻辑明确：液态奶营销费效比优化（150 亿降至 130 亿以下）+高毛利奶粉业务占比提升（目标 2027 年内生第一）。
- 业绩底部确立：澳优 9 亿商誉及 6 亿存货减值已于上半年集中计提，预计下半年扭亏并表，Q2 为全年业绩低点。
- 股东回报具备安全边际：2026 年保底股息率 4.8%，叠加回购综合回报达 5.2%，承诺 2025-2027 年分红率不低于 75%。
- 估值与催化：对应 2027 年 PE 仅 13 倍；短期催化剂为下半年液态奶改善、双节备货表现及高股息资产配置需求。

Q&A

当前乳制品行业整体处于怎样的发展阶段，供需格局呈现出哪些新变化？

乳制品行业自 2020 年以来，受居民健康意识提升影响，需求出现脉冲式增长，其中 2020 至 2022 年白奶景气度高于乳饮料和酸奶，低温奶的渗透率与增速也逐步提升，这带动了上游牧场在 2019 至 2022 年期间的新一轮产能扩张。然而，自 2023 年起，消费市场呈现弱复苏特征，液态奶行业出现供过于求。生鲜乳价格从 2021 年下半年开始持续下行，目前价格约为 3.1 元，多数牧场处于亏损状态。在供过于求最严重时，生鲜乳合同价不足 3 元，散奶价格曾跌破 1 元，至 0.3-0.5 元，导致行业出现“倒奶杀牛”现象。此轮行业下行周期因需求下行超预期以及地方政府对中小牧场的补助和大型乳企参与上游经营等因素，出清周期被超预期拉长。进入 2026 年，行业出现不同于以往的积极变化：首先，需求端有[illegible]修复，龙头企业如伊利、蒙牛、新乳业的液态奶业务基本恢复正增长，蒙[illegible]尤为突出。其次，供给端出现收窄迹象，作为市场化信号的散奶价格，已[illegible]年春节旺季时 2 元以下回升至 2026 年春节旺季时 2 元以上，接近 3 元，



奶价格与合同奶价格已基本持平。从数据上看，2026 年上半年原奶产量增长约 4%，而乳制品产量增长超过 5%，显示行业供需缺口正逐步收窄，整体供需平衡正朝预期的方向演进。

伊利股份的核心竞争力体现在哪些方面，未来三至五年的主要增长驱动力是什么？

伊利的核心竞争力在于其在全国化的品牌与渠道基础上，实现了极致的规模效应。公司凭借强大的品牌力和高性价比，在市占率、盈利能力、人均薪酬及人均创利方面持续领先行业。展望未来三至五年，伊利有望维持中低个位数的稳健增长。其增长驱动力主要来自以下几个方面：首先，以液态奶为基本盘，公司已拥有经典、安慕希和基础白奶三个百亿级大单品。其次，奶粉业务持续提升市场份额，2026 年二季度剔除澳优业务下滑约 10%的影响后，伊利内生的金领冠品牌仍实现了高个位数增长，目前成人粉和婴配粉业务已分别位列行业第一和第二。公司明确提出，到 2027 年内生奶粉业务要做到行业第一。此外，公司积极布局低温奶、奶酪及乳品深加工等业务，这些新业务将逐步发展，补齐平台型乳企的产品矩阵，为中长期成长性提供支撑。

从盈利能力角度分析，伊利股份未来利润率提升的逻辑和主要来源是什么？

预计未来伊利的业绩增速将快于收入增速，其营业利润率有望持续提升，核心逻辑主要源于两方面。第一，液态奶业务的费效比提升。过去在双寡头竞争格局下，营销费用投入较高。伊利自 2021 年起明确提出提升经营利润率的目标，近年来公司的广告营销费用已从约 150 亿元逐步降至 130 亿元以下。营销策略也从依赖当红明星代言转向与 KOL、小众博主、脱口秀及喜剧演员等合作，这种方式在提升转化率和流量破圈方面效果更优，从而带动液态奶业务的利润率改善。第二，高毛利业务的结构性占比提升。奶粉业务的净利率水平较高，其中婴配粉接近 15%，成人粉超过 10%，而公司 2025 年整体净利率目标为 9%以上。随着奶粉业务增速快于公司整体增速，其在总收入中的占比将不断提升，从而优化整体利润结构。综合来看，液态奶业务的费效比改善与奶粉等高利润业务的占比提升，将共同驱动公司未来两到三年的利润率持续增长。

伊利股份 2026 年中报业绩表现如何，应如何看待其中商誉及存货减值等一次性因素的影响？

从报表数据看，伊利 2026 年二季度的收入和利润增长低于市场预期，主要受到多项一次性因素的扰动。具体包括：澳优产生的 9 亿元商誉减值和约 6 亿元的存货奶粉减值；伊利自身业务产生的 3 亿元喷粉减值；以及因补缴往年及上半年税款带来近 6 亿元的非经营性影响。若剔除这些减值和补税等一次性因素，公司内生的经营利润实现了超过 8%的增长，整体经营利润率提升了 0.6 个百分点，达到 10.4%左右的水平。这表明公司提升经营利润率的核心逻辑并未被破坏。澳优的减值计提主要集中在上半年，预计下半年将实现扭亏为盈，届时并表将对伊利

的利润产生正向贡献。因此，二季度应是公司业绩的低点。

考虑到当前市场环境和公司近期动态，伊利股份的短期投资价值和催化剂有哪些？

当前伊利股份具备显著的短期投资价值。在估值层面，基于业绩下修后 2026 年全年约 100 亿元的净利润预测，当前市盈率约为 17 倍；对应 2027 年接近 30%的业绩增长预期，市盈率则降至约 13 倍。在投资者回报方面，公司 2026 年的保底股息率为 4.8%，若加上 10 亿至 20 亿元的回购计划，综合股息回报率可达 5.2%。公司已承诺 2025 至 2027 年分红率不低于 75%，且分红绝对额不低于 2024 年水平，并力求在 2025 年分红额的基础上实现明显提升。短期催化剂主要包括：下半年液态奶业务的经营改善预期；中秋、国庆双节备货可能带来的良好市场表现；以及当前市场风格下，资金对稳健型、高股息资产的再平衡需求。