仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

伊利股份（600887）

藏器于身，待时而动

2026 年 09 月 22 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	115,780	115,931	121,281	127,012	133,137
同比（%）	(8.24)	0.13	4.61	4.73	4.82
归母净利润（百万元）	8,453	11,565	10,164	12,586	13,878
同比（%）	(18.94)	36.82	(12.12)	23.83	10.27
EPS-最新摊薄（元/股）	1.34	1.83	1.61	1.99	2.19
P/E（现价&最新摊薄）	19.94	14.58	16.59	13.39	12.15

投资要点

- **奶价曙光更可期，龙头乳企先受益。**近年乳品需求整体呈现疲软态势，销售额从 2021 年 6469 亿元收缩至 2025 年 5436 亿元，期间 CAGR 为-4.3%。原奶供需失衡，奶价深度调整，中下游乳企竞争加剧，2025 年 CR10 较 2023 年下滑 4.8pct；头部乳企喷粉减值带来财务压力，同时信用减值/投资净收益等科目亦受扰动。2026 年曙光更可期，我们持奶价见底并温和复苏判断，伊利股份作为全国头部乳企将会受益供给改善，体现在售价回升和费投优化等，联营牧场盈利亦会改善，从而迎来双击。

- **操千曲而后晓声，“绩优生”均衡发展。**公司过去不断证明自身经营能力和成长空间，经营韧性强劲。1）产业链向上游布局，整合全球优质奶源：公司通过专业合作社和联营牧场掌控优质奶源，与牧场打造利益共同体，并积极整合全球优质牧场资源。2）乳品矩阵全面覆盖，创新突破品类边界：2025 年液奶、奶粉及奶制品、冷饮收入占比分别约 60.7%、28.3%、8.5%，从大数据洞察到全球科研资源整合与产品落地，体系化创新能力不断突破品类边界。3）全国“织网”精耕，渠道率先下沉：早年公司率先开启产能储备和渠道扁平化变革，并借力商务部“万村千乡”工程迅速下沉。2013 年以来公司深化渠道管控能力，反哺乡镇市场渗透，乡镇村直控网点数量从 2016 年 34 万家扩张至 2020 年 110 万家。4）“伊利=高品质”，品牌心智根深蒂固：公司在发展过程中始终把品质放在最重要位置，品牌有品质，通过好的品牌形象吸引和打动消费者；产品有品质，坚守严格内控标准；员工有品质，核心管理层高度稳定。

- **锚定增长新曲线，“十五五”再启征程。**2025 年“十四五”顺利收官，超额兑现规划目标；2026 年“十五五”再启新程，三大曲线打开成长空间。1）精准营养引领升级，提能蓄力掘金蓝海：公司通过供应链全链路构建起自主可控的精准营养体系，一方面婴配粉近年收入规模已突破 200 亿元、且市场份额也已超过飞鹤，形成“澳优+金领冠”双驱，精准营养新品加速落地，引领份额更上层楼；另一方面成人粉市场持续扩容，公司牢据份额榜首，通过融合中式养生智慧，精准匹配中老年人群多元健康诉求。2）乳深加工全面布局，循序渐进逐步深入：乳深加工 2B 国产替代进程提速，公司深加工产能稳步爬坡，现阶段稀奶油份额领先、奶酪及脱盐乳清粉等产线相继落地，乳铁蛋白等高附加值乳清类产品亦实现技术攻坚。3）全球布局拾级而上，出海打开远期空间：公司已从单一产品出口向覆盖全球资源与市场的全产业链布局转型，东南亚以冷饮为抓手突破、澳新市场聚焦乳深加工建设，此外中东/美国等区域亦多点开花。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026~2028 年归母净利为 101.6、125.9、138.8 亿元，同比-12.1%、+23.8%、+10.3%，对应 PE 为 17、13、12x。短期大额计提商誉减值影响表观盈利，基于需求改善和上游格局向好判断，以及分红回购保障股东权益，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**商誉减值风险，原奶价格波动风险，收购整合风险。

证券分析师 苏铖
执业证书：S0600524120010
such@dwzq.com.cn
研究助理 林蔚
执业证书：S0600126090009
linw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.65
一年最低/最高价	23.76/29.78
市净率(倍)	3.14
流通 A 股市值(百万元)	167,733.23
总市值(百万元)	168,570.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.49
资产负债率(%,LF)	63.56
总股本(百万股)	6,325.36
流通 A 股(百万股)	6,293.93

相关研究

《伊利股份(600887)：2024 年报&25Q1 点评：24 年减值落地轻装上阵，25Q1 开局亮眼》

2025-05-04

《伊利股份(600887)：2024 年三季报点评：轻装上阵经营改善，毛销差提振超预期》

2024-10-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 奶价曙光更可期，龙头乳企先受益 6
1.1. 需求走弱供需失衡，千亿产业短期承压 6
1.2. 奶价温和复苏可期，头部乳企率先受益 9
2. 操千曲而后晓声，“绩优生”均衡发展 13
2.1. 产业链向上游布局，整合全球优质奶源 14
2.2. 乳品矩阵全面覆盖，创新突破品类边界 17
2.3. 全国“织网”精耕，渠道率先下沉 20
2.4. “伊利=高品质”，品牌心智根深蒂固 21
3. 锚定增长新曲线，“十五五”再启征程 22
3.1. 精准营养引领升级，提能蓄力掘金蓝海 22
3.2. 乳深加工全面布局，循序渐进逐步深入 28
3.3. 全球布局拾级而上，出海打开远期空间 30
4. 现金流安全垫厚实，股东回报持续提升 33
5. 盈利预测与投资评级 34
6. 风险提示 36

图表目录

图 1: 2010~2025 年乳业整体规模及同比增速 6
图 2: 2011~2025 年乳业整体销量、吨价同比增速 6
图 3: 2010~2025 年乳业消费结构（按销售额计） 6
图 4: 乳业各阶段销售额 CAGR 对比 6
图 5: 产品变迁、技术变迁伴随行业发展 7
图 6: 三轮生鲜乳均价跌幅对比 8
图 7: 2018~2025 年乳制品产量及增速 8
图 8: 2015~2024 年百头以上规模化养殖比例迅速提升 8
图 9: 2020~2025 年乳业整体 CR10 8
图 10: 2020~2025 年伊利股份资产减值损失&业绩表现 8
图 11: 2021~2025 年伊利股份主要非经科目表现 9
图 12: 伊利股份信用减值损失结构拆分 9
图 13: 22M7~26M7 进口牛肉与中国牛肉价格同比增速 9
图 14: 2022~2025 年巴西牛肉价格复盘 9
图 15: 2024-25 巴西牛肉进口量 VS26 年巴西牛肉配额 10
图 16: 中国牛肉价格 10
图 17: 进口奶酪价格与国产奶酪价格对比 10
图 18: 2013~2025 年进口奶酪占国内奶酪总量比重 10
图 19: 后续奶价温和上涨逻辑梳理 11
图 20: 18M7~21M9 原奶涨价周期复盘 12
图 21: 2009~2011 年伊利营收和净利润增速 12
图 22: 2012~2014 年伊利营收和净利润增速 12
图 23: 2005~2025 年伊利股份收入规模 13
图 24: 伊利&蒙牛收入同比增速 13
图 25: 伊利股份在多个乳制品子赛道市占率稳居前列（2025A，按销售额计） 13
图 26: 2012~2025 年牧场与乳企营收同比增速对比 14
图 27: 优然牧业股权结构（截至 2026H1） 14
图 28: 优然牧业股权变动及扩张进程梳理 14
图 29: 2021~2025 年头部牧业运营牧场数量对比 15
图 30: 头部牧业牧场经营情况对比（2025A） 15
图 31: 优然牧业原料奶饲料成本&主要饲料价格 15
图 32: 2020~2025 年固定资产周转率对比 15
图 33: 原奶市场价及伊利对优然牧业采购价对比 16
图 34: 伊利定制化金融产品梳理 16
图 35: 优然牧业牧场经营管理能力提振逻辑梳理 16
图 36: 伊利合作牧场单产水平前后对比 16
图 37: 伊利全球布局沿着黄金奶源带分布 17
图 38: 2021~2025 年伊利股份收入结构拆分 18
图 39: 2021~2025 年各业务营业收入 18
图 40: 伊利股份产品矩阵梳理 18
图 41: 伊利股份成体系研发创新能力梳理 19
图 42: 2024~2025 年伊利新品占比持续提升 19

仅供内部参考，请勿外传

图 43：2025 年伊利创新产品梳理.....19
图 44：伊利、蒙牛研发中心数量对比（2025A）.....19
图 45：伊利、蒙牛研发投入与研发费率对比（2025A）.....19
图 46：乳品饮料主要品牌经销商数量对比（2025A）.....20
图 47：2016~2020 年伊利乡镇村直控网点数量迅速提升.....20
图 48：伊利与蒙牛不同阶段渠道建设对比.....21
图 49：伊利奶粉品类品牌心智积累逻辑梳理.....22
图 50：伊利食品安全三条线标准梳理.....22
图 51：伊利历年董事长&总经理变化梳理.....22
图 52：伊利精准营养形成从科学洞察到产品闭环.....23
图 53：2010~2025 年中国出生人口数&出生率.....24
图 54：2011~2025 年婴配粉市场规模及同比增速.....24
图 55：2013~2025 年婴配粉市场量价拆分.....24
图 56：2025 中国婴儿食品市场竞争格局（按销售额计）.....24
图 57：2016~2025 年婴配粉头部企业市占率变化（按销售额计）.....24
图 58：睿护铂金新品特点梳理.....25
图 59：2013~2025 年成人粉市场规模及同比增速.....26
图 60：2013~2025 年成人粉市场量价拆分.....26
图 61：国内人口结构变迁.....26
图 62：保健品销售渠道结构.....27
图 63：2025 年成人粉市场竞争格局.....27
图 64：伊利在内容电商渠道动作逻辑梳理.....27
图 65：私域运营逻辑梳理.....27
图 66：金领冠×同仁堂成人粉精准营养产品特点梳理.....28
图 67：中国稀奶油市场规模及同比增速.....29
图 68：国产稀奶油已实现较高替代.....29
图 69：乳脂类产品多数乳企均能生产.....29
图 70：国内 2B 乳品市场销量空间对比（2030E）.....29
图 71：乳制品深加工全品类工艺流程梳理.....30
图 72：伊利全球扩张战略地图.....31
图 73：中国、东南亚各国人均 GDP 对比.....31
图 74：2010~2015 年中国经济高速增长.....31
图 75：东南亚、中国液奶渗透率对比（2024A）.....32
图 76：东南亚冰淇淋竞争格局（2024A）.....32
图 77：东南亚市场冰品导入逻辑梳理.....32
图 78：伊利乳品在东南亚市场潜力空间足.....32
图 79：伊利在澳新区域五大经营主体主业梳理.....33
图 80：新西兰区域重组战略梳理.....33
图 81：2021 年以来伊利股份现金流表现稳健.....33
图 82：2021~2025 年伊利股份分红总额与分红率.....33
图 83：2021~2025 年头部乳企股息率对比.....34
图 84：2021~2025 年伊利股份回购股份数量.....34

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

表 1： 前两轮周期主要乳企直接提价动作梳理 11
表 2： 公司收入拆分及盈利预测（单位：亿元人民币） 35
表 3： 可比公司估值表（截至 2026/09/21 收盘价） 35

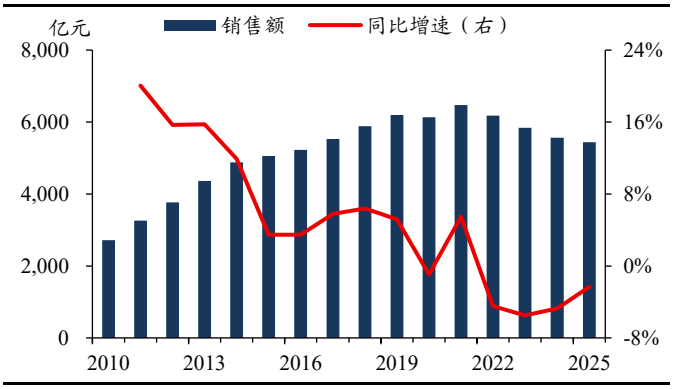
仅供内部参考，请勿外传

1. 奶价曙光更可期，龙头乳企先受益

1.1. 需求走弱供需失衡，千亿产业短期承压

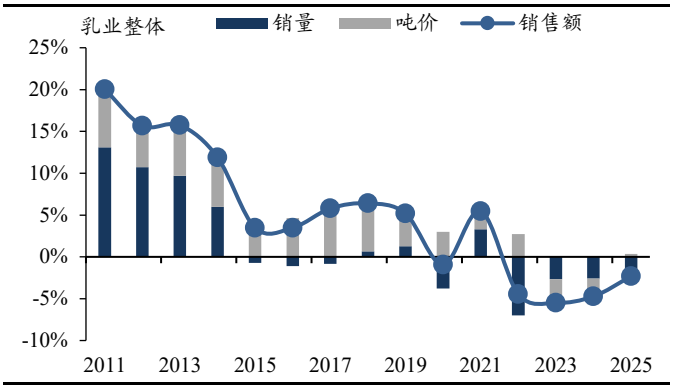
乳品需求疲软，量价表现承压。2021 年以来消费需求弱复苏，伴随渠道流量重新分配、低价产品相继入市，乳品需求整体呈现疲软态势。中国乳制品销售额从 2021 年的 6469 亿元收缩至 2025 年的 5436 亿元，期间 CAGR 为-4.3%；分量价看，2021~2025 年销量、吨价 CAGR 为-3.7%、-0.5%；分品类看，行业调整期白奶表现好于其他，2021~2025 年白奶、酸奶、深加工、婴儿食品销售额 CAGR 分别为-0.5%、-9.7%、-8.5%、-6.0%，2025 年销售额分别为 2457、932、106、1560 亿元，占比 45%、17%、2%、29%。

图1：2010~2025 年乳业整体规模及同比增速



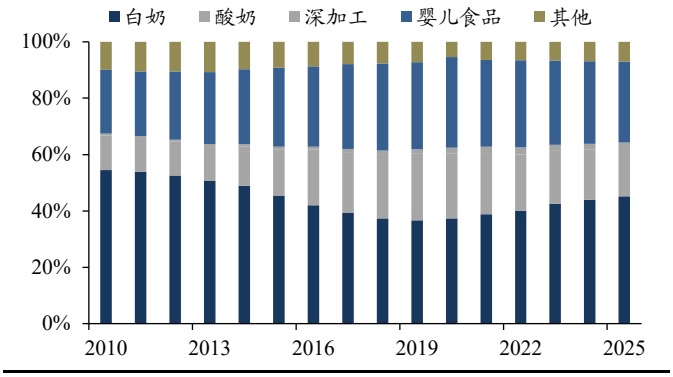
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图2：2011~2025 年乳业整体销量、吨价同比增速



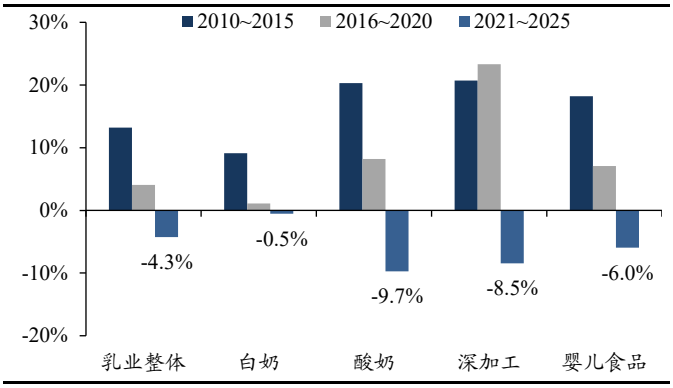
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图3：2010~2025 年乳业消费结构（按销售额计）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图4：乳业各阶段销售额 CAGR 对比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

产品迭代+技术发展，国内乳制品市场主要经历 4 个阶段。复盘国内乳制品发展脉络，以横向品类扩张+纵向技术推动为主线：1）1997~2005 年常温白奶放量带动量增。1997 年龙头伊利、蒙牛相继引入 UHT 技术和利乐无菌包装技术，打破巴氏奶冷链依赖度高的困境（运输半径短+产品保质期短），加速白奶全国范围渗透扩张。2）2005~2008 年高端白奶+酸乳饮料共同驱动量增中枢抬高。2005 年以来伊利 QQ 星、爽歪歪、真果粒等风味奶及乳饮料大量涌现，乳企以口味导向为核心积极进行品类横向扩张；同时乳

请务必阅读正文之后的免责声明部分

企也转向常温白奶高端化升级，例如 2005 年蒙牛推出特仑苏系列、2006 年伊利推出金典系列。3）2008~2015 年常温酸奶带动行业量价齐增。2008 年光明乳业推出常温酸奶莫斯利安，产品突破低温酸奶保质期短、贮存要求高的限制，且同常温白奶相比附加值占位更高，在冷链布局欠缺地区实现放量、并在冷链发达地区同巴氏酸奶形成互补，酸奶渗透率提升带动乳品结构向上升级。4）2015 年以来低温奶引领价增。2015 年乳品销量增长触顶，在技术迭代升级与冷链布局日益完善背景下，乳企将战略重心逐步转向低温奶，低温酸奶由于功能性/口味延展性/相对较长保质期等特征成为低温布局首站，此后乳企陆续培育低温鲜奶品类，例如 2017 年蒙牛推出高端低温鲜奶“每日鲜语”系列、2019 年伊利推出金典鲜牛奶等。

图5：产品变迁、技术变迁伴随行业发展



数据来源：FoodTalks，伊利官网，中国轻工业联合会，新闻晚报，央广网，消费日报网，东吴证券研究所

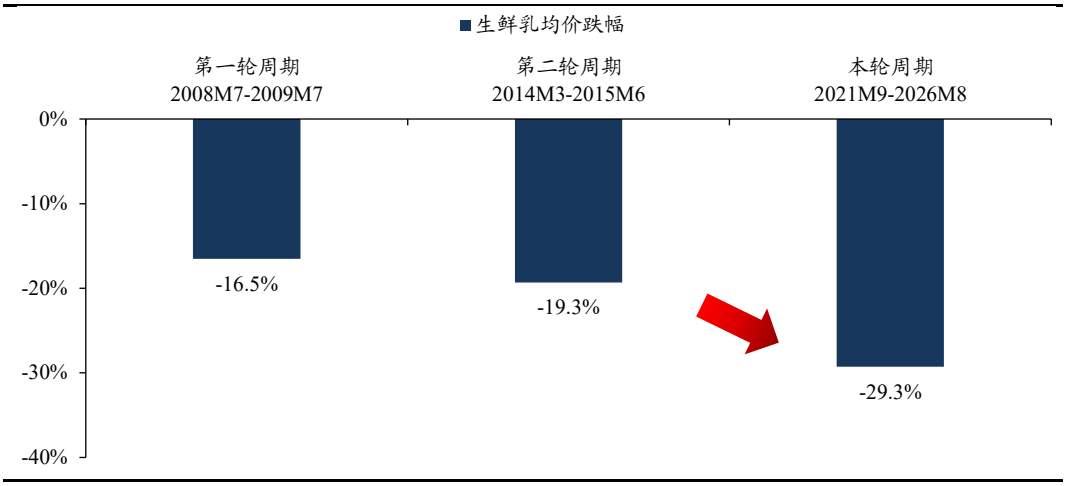
原奶供需失衡，奶价深度调整，中下游乳企竞争加剧。过往奶牛规模化养殖程度较低情况下，供给侧扩张非理性，奶牛养殖一旦扩张/收缩后产能调节受限，遇需求变化供需失衡会导致一系列问题，如遇需求萎缩则 1）原奶价格下行伤害养殖户，2）低效供给增加等扰乱市场秩序，3）保障收奶和喷粉储存占据大量现金增加中下游用户财务负担。自 21M9 以来奶价深度调整，调整持续时间更长、调整幅度更大，一方面下游需求弱复苏，2023、2024、2025 年我国乳制品产量分别同比下滑 2%、3%、0.4%；另一方面上游抗风险能力较强的规模化牧场已在上轮奶价上行周期扩产。

中小乳企自有奶源比重偏低，奶价下行期收购低价奶源入市加剧竞争，2025 年乳业整体 CR10 较 2023 年下滑 4.8pct 至 49.9%。头部乳企保障收奶带来原奶库存过剩，喷粉是当前处理原奶的主要手段、但占用资金量相对较高，奶价下行周期中喷粉减值带来财务压力。除喷粉减值带来财务压力外，对伊利而言 1）近年公司开始向中小牧场提供融资服务，报表端记入信用减值损失，2024 年由于部分牧场还款能力下滑，信用减值损失

仅供内部参考，请勿外传

边际扩大，亦加重报表负担；2）联营牧场优然牧业在奶价下行中经营承压，权益法核算的长期股权投资收益相应受到影响。

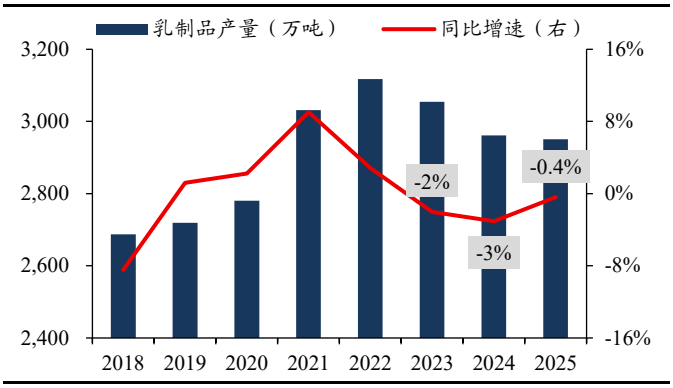
图6：三轮生鲜乳均价跌幅对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

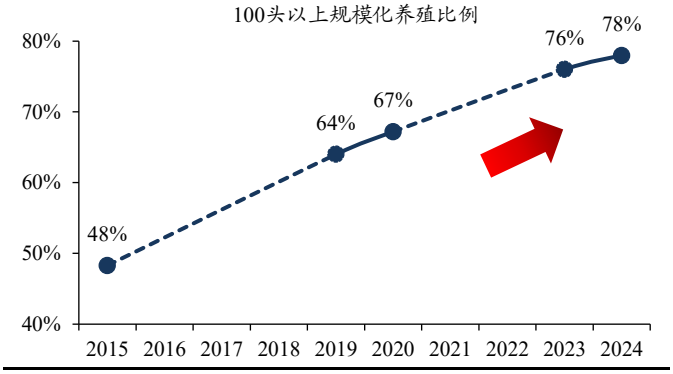
注：第一轮周期数据选自 2008M7~2009M7，第二轮周期选自 2014M3~2015M6，第三轮周期选自 2021M9~2026M8

图7：2018~2025 年乳制品产量及增速



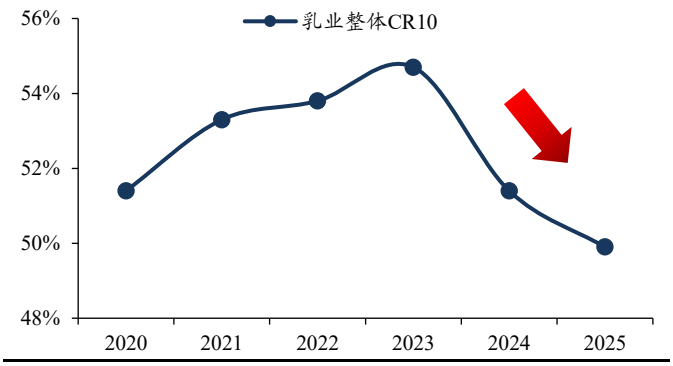
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2015~2024 年百头以上规模化养殖比例迅速提升



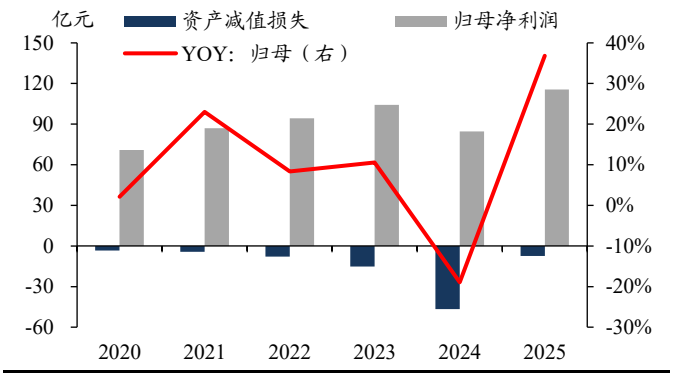
数据来源：农业农村部，东吴证券研究所

图9：2020~2025 年乳业整体 CR10



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图10：2020~2025 年伊利股份资产减值损失&业绩表现

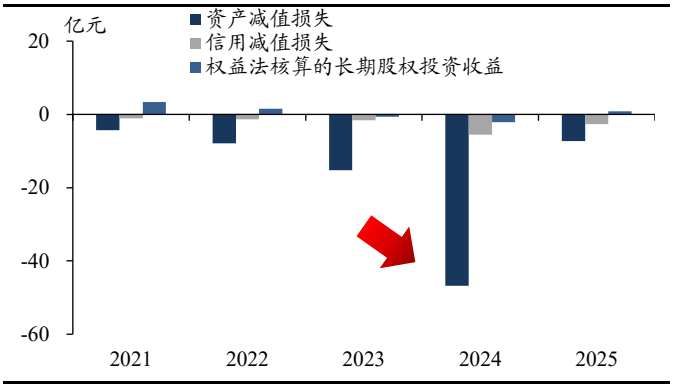


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

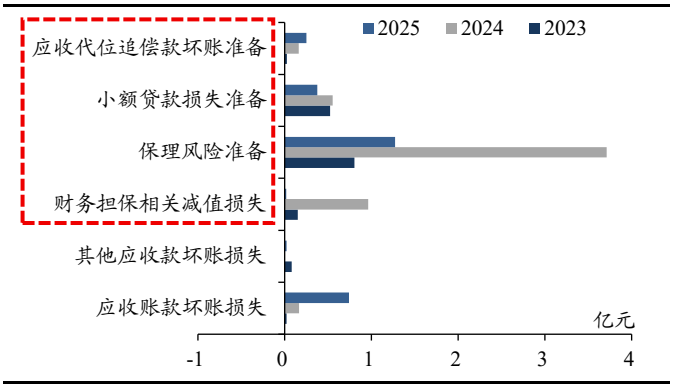
仅供内部参考，请勿外传

图11：2021~2025 年伊利股份主要非经科目表现



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图12：伊利股份信用减值损失结构拆分

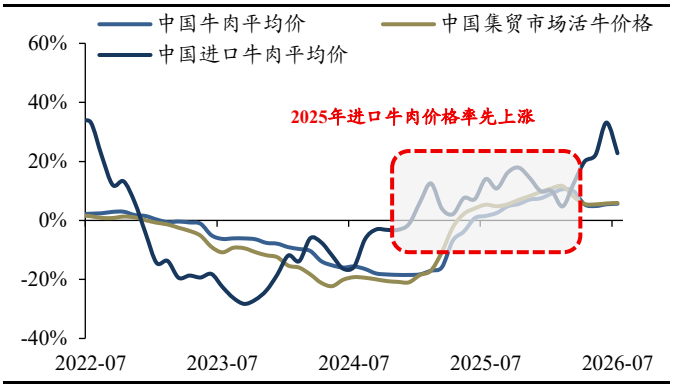


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 奶价温和复苏可期，头部乳企率先受益

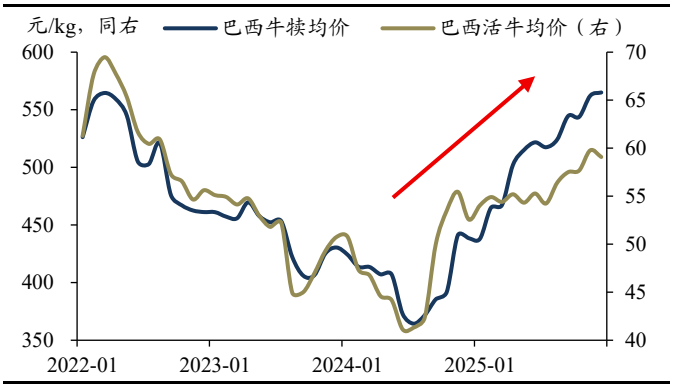
奶价曙光更可期，平衡新起点加速确立。2026 年伴随肉奶共振加速存栏去化、乳深加工对原奶消化贡献提升，原奶供需平衡加速走向确立。1）肉奶共振：中国肉牛供给主要由国内自主生产+海外进口补充构成，2025 年进口牛肉价格率先上涨，背后是主要出口国牛肉价格上涨与牛肉进口政策预期边际趋严共同影响，伴随主要牛肉出口国巴西全球市场供应趋紧，叠加我国趋严的牛肉进口政策正式落地，短中期进口牛肉价格涨势有望保持坚挺；自 24Q1 开始中国肉牛存栏逐步出清、25M3 牛肉价格触底反转，母牛产能去化传导影响渐显，伴随 26M1 进口配额政策落地，26M8 牛肉价格已较 25M3 提升 13.2%至 74.3 元/kg，2026 全年国产牛肉价格有望保持强势。2）乳深加工：近年国内外原奶价格反转，乳深加工产品质价比优势逐步显露，在 C 端消费培育+B 端国产替代下，中国乳业发展进入新阶段，头部乳企深加工产能建设逐步兑现，以“两油一酪”为代表的乳品和乳铁蛋白、乳清蛋白等高附加值原料产量也将显著增长，此外进口政策催化亦能缩短这一进程，带动原奶加速消化。

图13：22M7~26M7 进口牛肉与中国牛肉价格同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：2022~2025 年巴西牛肉价格复盘

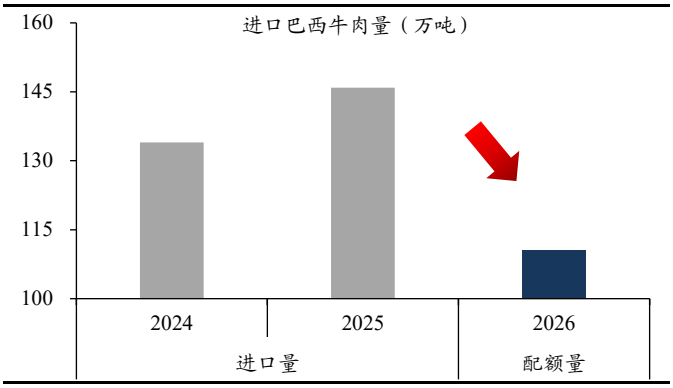


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

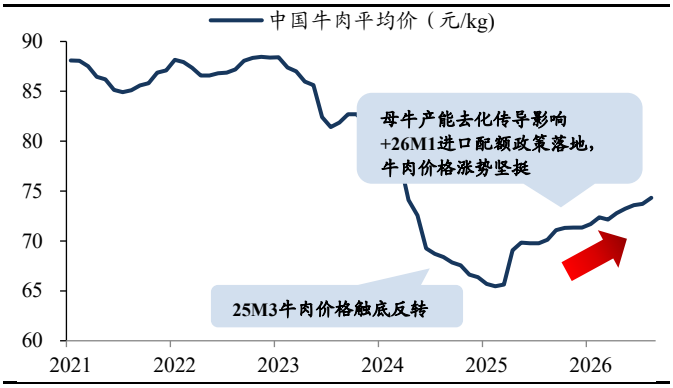
仅供内部参考，请勿外传

图15：2024-25 巴西牛肉进口量 VS26 年巴西牛肉配额



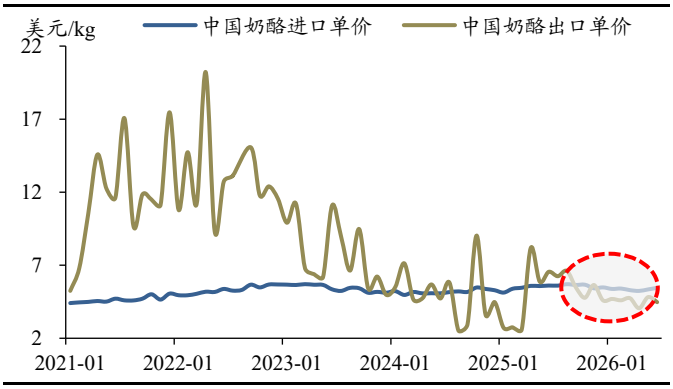
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：中国牛肉价格



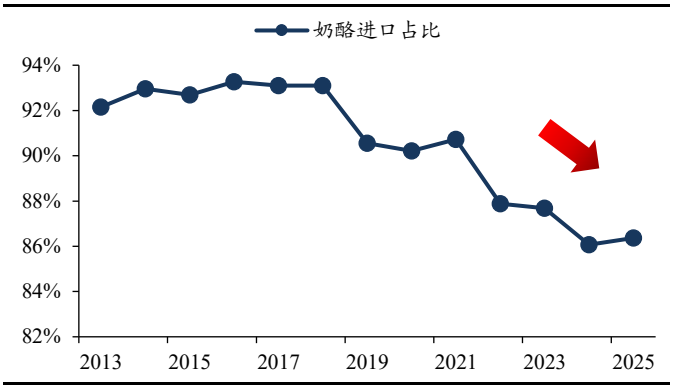
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：进口奶酪价格与国产奶酪价格对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：2013~2025 年进口奶酪占国内奶酪总量比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

持奶价温和复苏判断，龙头乳企率先受益。本轮原奶供需平衡点后，我们判断奶价温和上涨而非暴涨：1）宏观层面国家通过价格协商机制、补贴政策调控等手段，平稳引导行业复苏；2）产业层面下游需求弱复苏而不激进，上游牧场规模化率已从 2020 年 67%提升至 2024 年 78%，中小牧场在本轮原奶下行周期中大幅出清，规模化牧场扩张相对理性，同时深加工占比逐步提升，精深加工增强原奶消化新路径，供给侧变动亦不会是激烈方式，供需两侧变化均相对温和。

奶价温和上涨利好头部乳企，享受吨价提升和费投优化红利。奶价上行期中小乳企成本端压力增大，部分小乳企被动出清，竞争格局边际修复；大乳企凭借规模优势吨成本相对可控，并能享受盈利能力提升红利。1）毛利提升：从过去奶价上行周期看，大乳企通过产品结构优化/直接提价等措施应对原奶采购价格上行，带动吨价提升，强化盈利能力；2）费控强化：市场竞争趋缓，乳企渠道费投亦会更加理智；3）非经扰动收缩：奶价上行期喷粉减值损失边际收缩，进一步释放业绩弹性。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图19：后续奶价温和上涨逻辑梳理



数据来源：东吴证券研究所整理

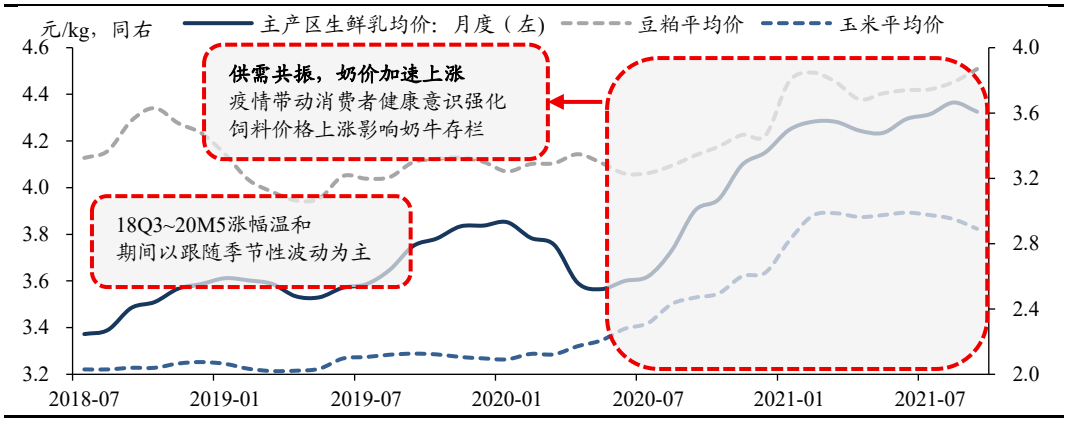
表1：前两轮周期主要乳企直接提价动作梳理

企业	提价时间	提价产品	提价幅度
伊利股份	2010 年底	酸奶等产品	3%-4%
	2013 年 7 月	液体乳、奶粉等部分产品	5%-13%
	2021 年 1 月	部分基础白奶	3%-5%
蒙牛乳业	2013 年 8 月	特仑苏等部分产品	5%-13%
	2021 年 7 月	基础白奶	4%-5%
	2021 年 12 月	部分低温酸奶	5%
光明乳业	2009 年末	纯牛奶、酸奶、常温奶等品类	1.8%-3%
	2010 年 10 月	部分产品	2%
	2012 年 3 月	冷冻乳酸奶	10%
	2012 年 12 月	部分新鲜牛奶、新鲜酸奶	5%
	2013 年 12 月	牛奶和酸奶产品	8%-9%
三元股份	2013 年 12 月	大部分牛奶产品，其中入户奶全面上调	平均 8%
燕塘乳业	2017 年 2 月	纯牛奶等 10 多款产品	2%-3%

数据来源：经济参考网，中国新闻网，新浪科技，酒业家快消，中国经济网，中国财经，东吴证券研究所

复盘上轮涨价周期，初期奶价涨幅相对温和。在 18M7~21M9 奶价上涨周期，原奶供需平衡起点于 18Q3 确立，18Q3~20M5 奶价主要跟随季节波动，涨幅相对温和，首年涨幅约 6.9%（18M7~19M7）；20M5 疫情强化消费者健康意识，下游乳品需求提升、叠加牧场饲料成本上涨影响奶牛存栏表现，奶价增长中枢迅速拉高，20M5~21M9 生鲜乳均价涨幅约 21.3%。

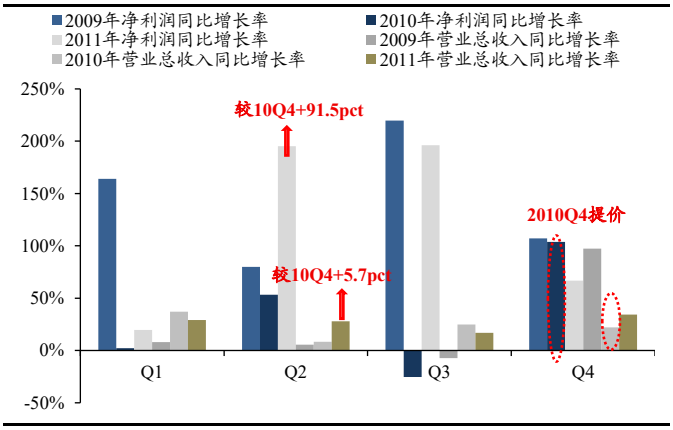
图20：18M7~21M9 原奶涨价周期复盘



数据来源：Wind，东吴证券研究所

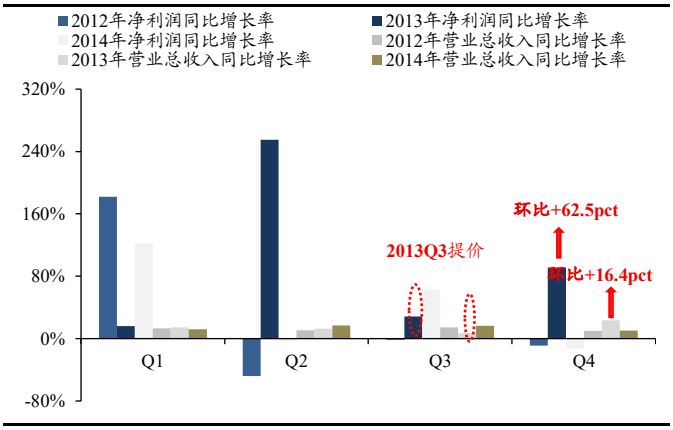
历史实证过去 3 轮涨价周期，伊利业绩弹性均在提价/控费中释放。为应对三轮原奶价格上涨，2010 年、2013 年、2021 年伊利均采取了提价与控费措施，约 1~2 个季度后提价控费效果传导至报表端：1）2010Q4 提价后，营收与净利润增速滞后约 2 个季度反映，2011Q2 净利润、营收增速较 2010Q4 提升 91.5pct、5.7pct；2）2013Q3 提价 1 个季度后，2013Q4 的净利润与营收增速明显改善，分别较 2013Q3 环比提升 62.5pct、16.4pct。

图21：2009~2011 年伊利营收和净利润增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图22：2012~2014 年伊利营收和净利润增速



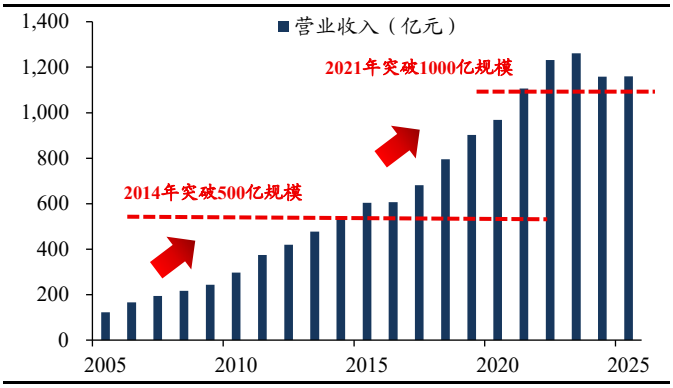
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 操千曲而后晓声，“绩优生”均衡发展

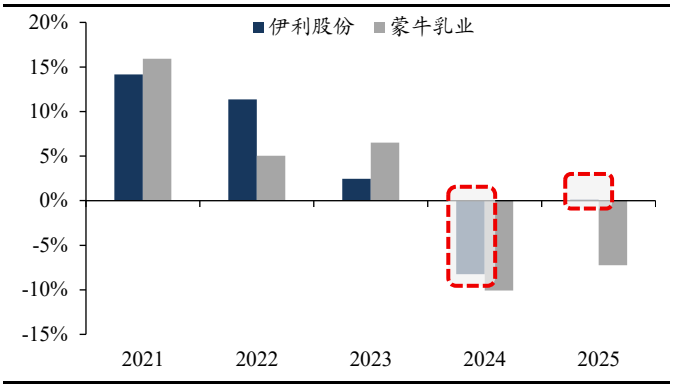
综合竞争能力领先，乳品绩优生全面发展。伊利股份过去不断证明自身经营能力和成长空间，自 2014 年收入体量突破 500 亿、2021 年突破 1000 亿以来，依然保持增长韧性，同时 2024 年乳品供需深度调整环境中，伊利抗风险波动能力强劲，一是降幅可控，2024 年伊利、蒙牛收入分别同比-8.2%、-10.1%；二是能够迅速调整经营状态，2025 年伊利、蒙牛收入分别同比+0.1%、-7.3%。公司深度整合乳制品产业链上下游全链路，向上积极布局全球优质奶源，内部打磨体系化研发创新方法论，实现从液奶到奶粉/乳深加工等乳品全品类布局，并依托全国织网精耕及“伊利=高品质”心智教育，各品类全面均衡发展，其中白奶&酸奶等位居榜首，奶酪等赛道亦跻身行业前列。

图23：2005~2025 年伊利股份收入规模



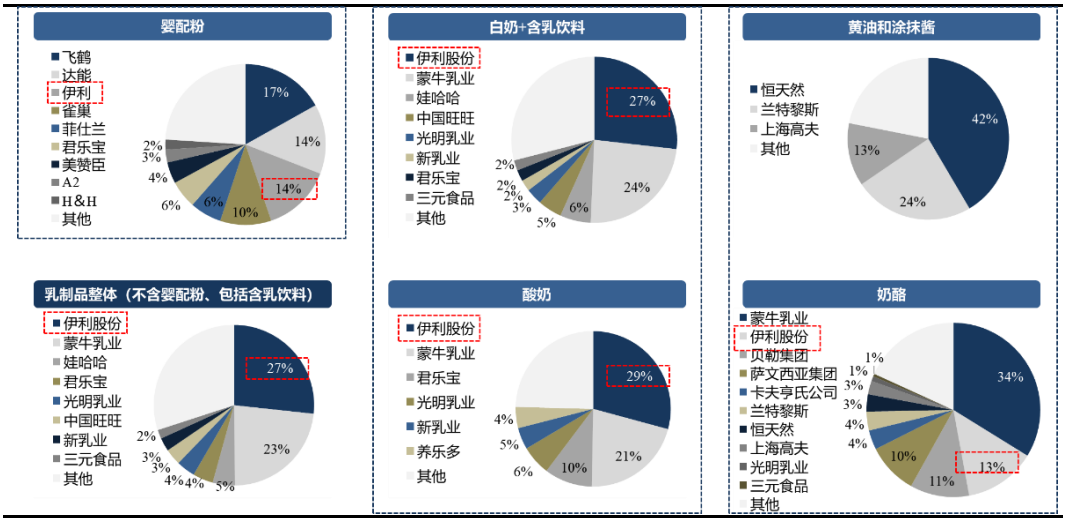
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：伊利&蒙牛收入同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：伊利股份在多个乳制品子赛道市占率稳居前列（2025A，按销售额计）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

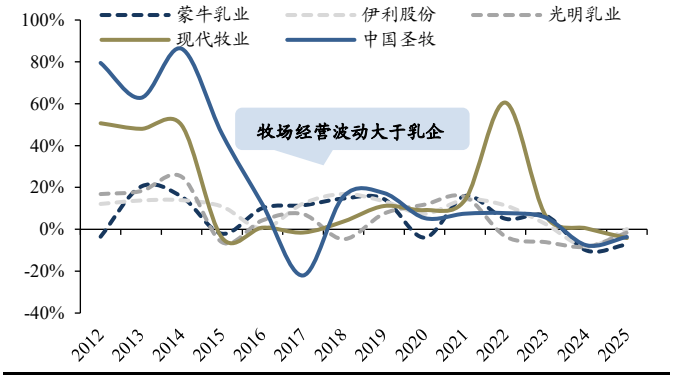
注：婴配粉市场数据口径为婴儿食品（Baby Food），包括婴配粉（占婴儿食品主要比重），以及米粉等干燥婴儿食品、肉泥等预制婴儿食品和营养补剂等其他婴儿食品；其中伊利婴配粉市占率已于 2025 年超过飞鹤、跃居行业第一

仅供内部参考，请勿外传

2.1. 产业链向上游布局，整合全球优质奶源

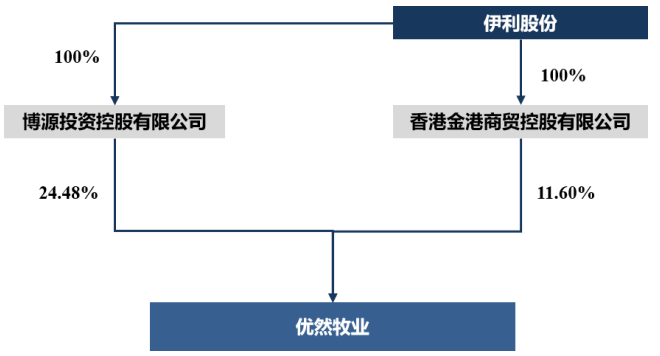
体外牧场平台搭建，平衡奶源保障与经营杠杆，报表资产负担较轻。牧场养殖产业报表资产重、周期波动强，公司采取专业合作社和联营牧场掌控优质奶源，搭建起体外牧场平台，将高波动牧场养殖业务剥离表外、并依托体外平台迅速扩大全球牧场版图。1）专业合作社：奶牛专业合作社由奶牛养殖户、政府职能部门和奶站经营者等参与主体构成，形成“公司+合作社+农户”模式。公司最早于 2006 年与内蒙古土左旗政府签约并推进成立奶牛合作社，合作社负责组织农户进行奶牛养殖、统一采购饲料生产资料等，农户按照公司制定的标准进行奶牛养殖，公司则负责提供养殖技术培训并统一收奶/验质/交售，解决过去农民个体饲养和庭院饲养中所存在的奶牛产奶量不高和原奶质量不稳定等问题，保障高品质奶源稳定供应。2）联营牧场：早年伊利下设全资牧场子公司优然牧业，但牧场企业经营波动性大、抗风险能力相对薄弱，2015~2016 年伊利先后通过外资股东增资、转让股权等方式调整优然牧业股权结构，在保持控股股东身份的基础上将优然牧业剥离出表，并以此搭建体外牧场平台。2025 优然牧业旗下子公司牧泉元兴、优然牧业、赛科星分别深耕饲料（含草业）、养殖、育种领域，实现牧场养殖全供应链闭环，多元化业务布局得以对冲周期性风险，同时已是全球最大原料奶供应商。体外牧场平台使得公司并不需要直接参与经营牧场养殖，能够实现优质奶源稳定保障与经营杠杆的有效平衡，2020~2025 年公司固定资产周转率均值为 3.85，报表端资产较轻。

图26：2012~2025 年牧场与乳企营收同比增速对比



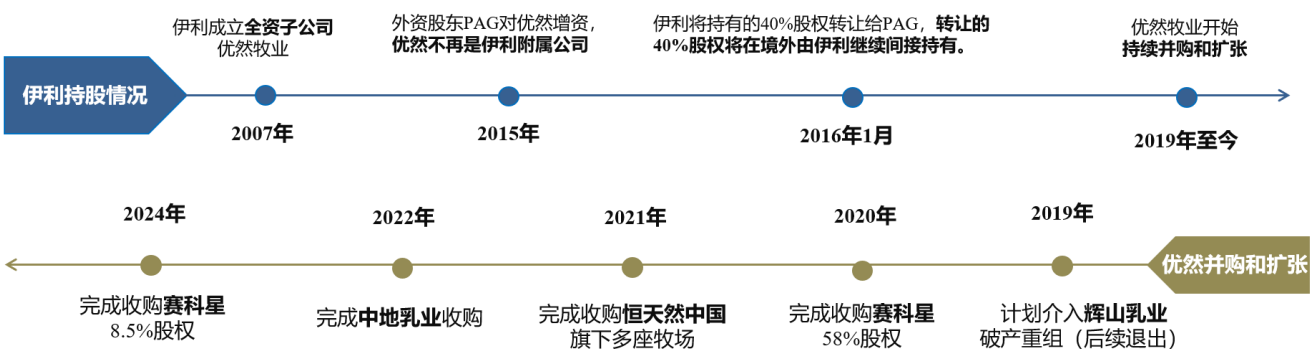
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27：优然牧业股权结构（截至 2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28：优然牧业股权变动及扩张进程梳理

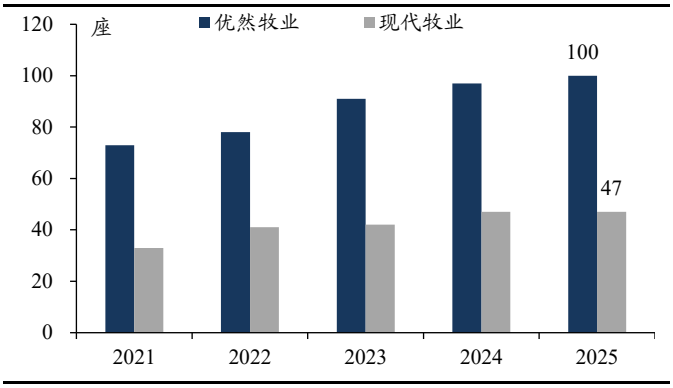


数据来源：各公司公告，奶牛微看公众号，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

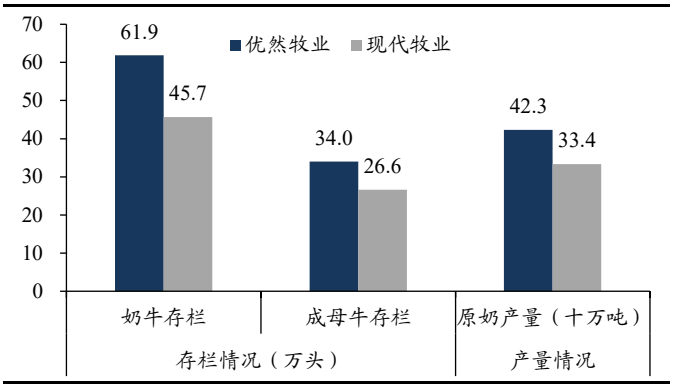
图29：2021~2025 年头部牧业运营牧场数量对比



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

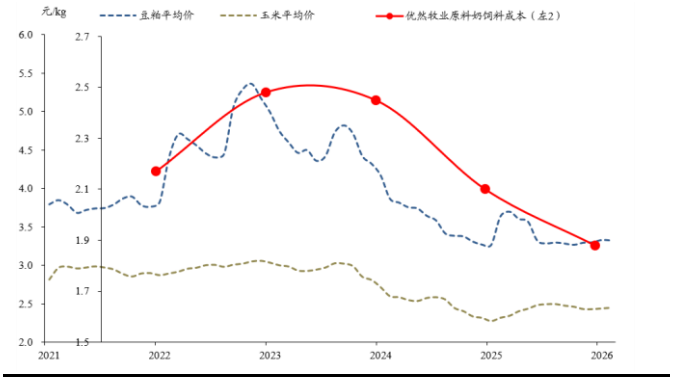
注：现代牧业数据为投资及运营牧场公司数量，2025 年牧场公司覆盖南北 53 个现代化牧场

图30：头部牧业牧场经营情况对比（2025A）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

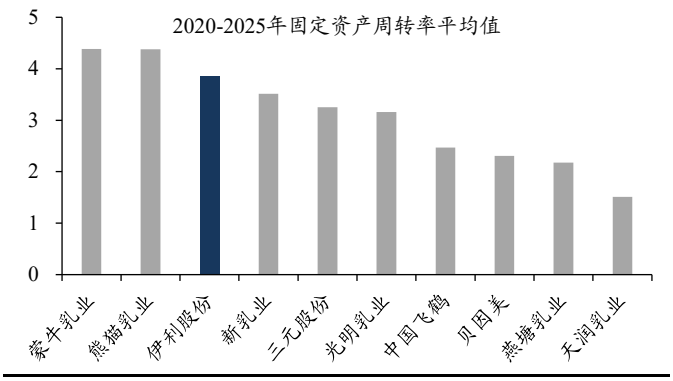
图31：优然牧业原料奶饲料成本&主要饲料价格



数据来源：Wind，优然牧业公司公告，东吴证券研究所

注：豆粕/玉米平均价数据为月度数据，优然牧业原料奶饲料成本为年度数据

图32：2020~2025 年固定资产周转率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

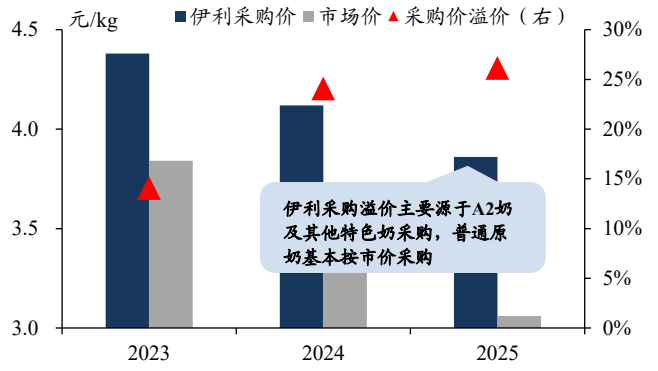
打造利益共同体，集团资源反哺牧场发展。伊利以嵌入式服务方式打造“牧场+乳企”利益共同体，1）奶价下行期与牧场共渡难关：一方面保障性收购上游牧场过剩原奶，另一方面开放融资服务，以“乳链惠”系统为例，公司整合银行等多种金融资源，针对养殖产业链不同环节特点设计定制化产品，包括针对青贮种植户种植和收储资金问题的种植保、针对牧场购买奶牛和设备升级资金问题的牧场保、针对牧场购买青贮饲料资金问题的青贮保。2）利用集团资源优势反哺牧场发展：公司搭建“奶牛全生命周期”产学研平台，向牧场提供养殖技术、牧场管理等多维度全方位支持，推进牧场规范化、标准化管理，提升牧场单产水平。以优然牧业为例，旗下敕勒川生态智慧牧场为全球智能化程度最高的数字化养殖基地，引入全智能无人挤奶/饲喂/推料/清粪机器人等设备实现奶牛数字化养殖，并依托物联网+大数据提升牧场管理效率，包括配备 AI 视频智慧喷淋系统、气体

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

监测系统、自动光照调控系统等。又如 2017 年吉英牧场与伊利合作后，单产水平从合作前的 20+公斤提升至 30 公斤，赶超国内平均水平。

图33：原奶市场价及伊利对优然牧业采购价对比



数据来源：优然牧业公司公告，东吴证券研究所

图34：伊利定制化金融产品梳理



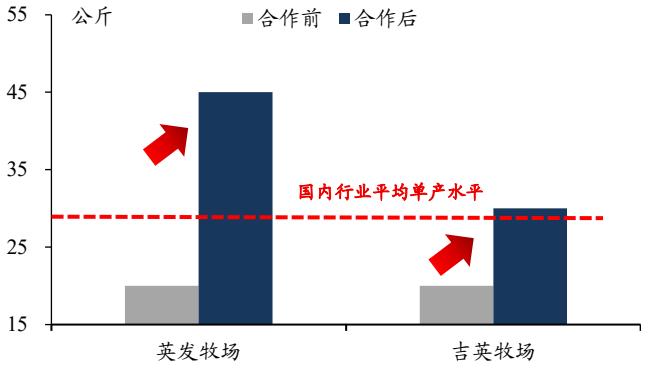
数据来源：纵横乳业公众号，东吴证券研究所

图35：优然牧业牧场经营管理能力提振逻辑梳理



数据来源：奶牛微看公众号，东吴证券研究所

图36：伊利合作牧场单产水平前后对比



数据来源：荷斯坦公众号，东吴证券研究所

积极整合全球优质牧场资源，强化原奶供应链稳定性。公司陆续整合全球黄金奶源带优质牧场资源，在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲等乳制品消费成熟地区形成产业链布局，强化原奶供应链稳定性。1）建立全球高标准奶牛养殖基地：例如 2014 年公司大洋洲生产基地落地、是全球最大一体化乳业生产基地之一，此后 2017 年大洋洲生产基地二期项目揭牌、2019 年收购新西兰第二大乳企威士兰乳业、2022 年投资建设的中国乳企海外最大黄油工厂正式投产等。2）全球供应商合作：公司与全球供应商合作提升奶牛健康和牛奶品质，2025 年全球合作企业总计 2000 多家，遍及 6 大洲，分布在 39 个国家。3）构建全球智慧链：公司搭建起全球供应链网络，利用物联网和区块链技术监控供应链，保障产品质量和安全、并实现全球市场销售。4）升级全球质量安全管理体系：例如 2025 年公司与 SGS（瑞士通用公证行）、LRQA（英国劳氏质量认证有限公司）和 Intertek（英国天祥集团）达成战略合作，进一步强化安全管控。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图37：伊利全球布局沿着黄金奶源带分布



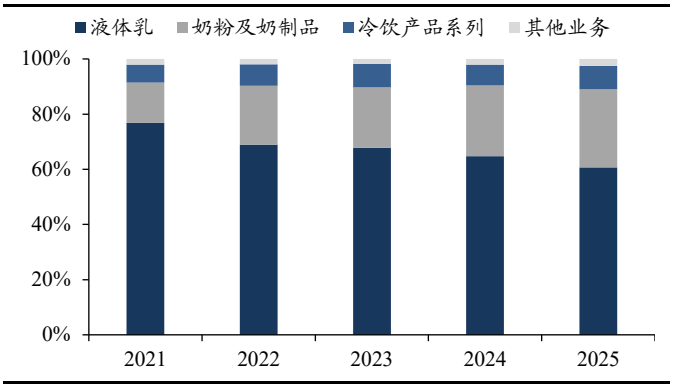
数据来源：公司官方公众号，乳业资讯网，凤凰网，东吴证券研究所整理

2.2. 乳品矩阵全面覆盖，创新突破品类边界

全品类矩阵覆盖，各业务均衡发展。公司产品矩阵全面覆盖液奶、奶粉、冷饮以及乳深加工等高附加值产品，2025 年液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品收入占营业总收入比重分别约 60.7%、28.3%、8.5%。1）常温奶：产品矩阵多元，按销售额口径划分，核心产品包括伊利纯牛奶/金典等 200 亿级单品、安慕希/优酸乳等 100 亿级单品、舒化奶/QQ 星等 50 亿级单品、以及谷粒多等 10 亿级单品，其中高端常温白大单品金典依托 INF 工艺推出鲜活新品、进一步打开高端白奶市场增量空间，常温酸大单品安慕希积极推进产品升级，此外乳饮料大单品优酸乳亦持续更迭升级，嚼柠檬系列近年增势亮眼。2）低温奶：核心产品包括畅轻/宫酪等低温酸奶、金典鲜牛奶/秒鲜等低温鲜奶、以及每益添等低温活性乳酸菌饮料，其中低温酸奶围绕消费者个性化持续创新，相继推出畅轻爆珠酸奶、小奶壶、奶皮子酸奶等多种爆款新品，此外依托 INF 锁鲜工艺推出秒鲜鲜奶，构建金典鲜牛奶→秒鲜→伊利母品牌多梯度价格带鲜奶矩阵。3）奶粉：婴配粉已成为公司第二大业务板块、2025 年整体销售额规模已突破 200 亿元，其中澳优近年进入调整阶段（国际供应链调整&渠道库存调整），金领冠逆势增长拉动业务收入提升；同时成人粉瞄准功能营养，持续推进功效研发及产品储备。4）冷饮：一方面公司通过快速迭代新品捕获年轻客群，例如 26H1 巧乐兹推出乌漆嘛黑、低糖巧萌系列，打造亿元级大单品等；另一方面发力新兴渠道并拓展 2B 业务挖掘增量，例如冷饮产品相继进入零食量贩/即时零售/电商平台等渠道，同时 26M6 冷饮联合幸运咖推出“雪球幸运冰”系列。

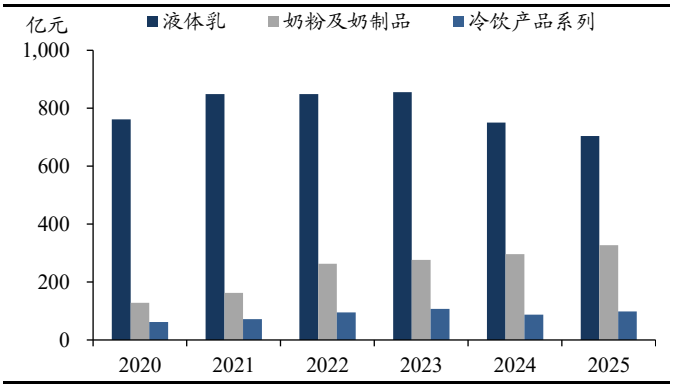
仅供内部参考，请勿外传

图38：2021~2025 年伊利股份收入结构拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图39：2021~2025 年各业务营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图40：伊利股份产品矩阵梳理



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

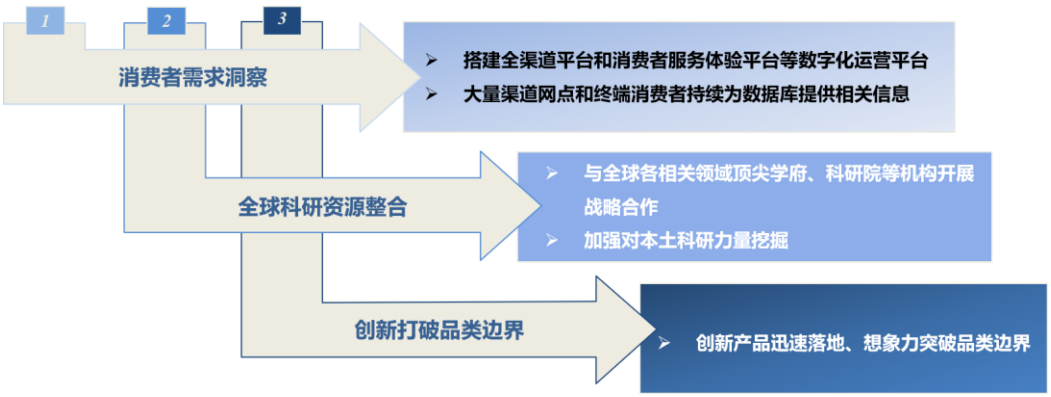
打磨体系化创新方法论，创新突破品类边界。从消费者大数据洞察到全球科研资源整合和产品落地，公司通过将“昙花一现”的创新思路系统化，铸就成体系的产品创新能力，2025 年伊利、蒙牛全球研发中心数量分别为 15、8 家，研发费用率分别为 0.8%、0.7%，其中 2025 年公司新品收入占比提升至 16.4%，相较 2024 年 15.1%新品结构占比进一步提升。1）消费者需求洞察：公司发力数字技术在终端需求捕获中的应用，搭建全渠道平台和消费者服务体验平台等数字化运营平台，大量渠道网点和终端消费者持续为数据库提供相关信息，赋能公司对基础消费需求信息的调研。例如公司通过对百万个母乳数据分析，发现广州母乳和北京母乳间的细微差异，并为后续国内第一个母乳数据库搭建、以及产品落地奠定基础。2）全球科研资源整合：针对前期消费者需求洞察发现的问题，公司迅速整合全球研发资源搭建研发创新网络。例如 2007 年公司对部分城市消费者乳糖不耐饮奶实验取样调研后得出 50.6%的人乳糖酶缺乏结论，瞄准问题积极整合海内外研发资源，最终研发出中国第一款低乳糖奶“舒化奶”。近年公司全球化科研创新体系已经搭建完备，一方面与全球各相关领域顶尖学府、科研院等机构开展战略合作，包括与瓦赫宁根大学携手打造伊利欧洲创新中心、并在母乳等研究领域合作攻关等；另一方面加强对本土科研力量挖掘，例如 2017 年公司成立 Y-Milk 未来牛奶平台、通过比赛鼓励和发掘创业团队的新技术等。3）创新打破品类边界：基于消费者需求洞察和全球

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

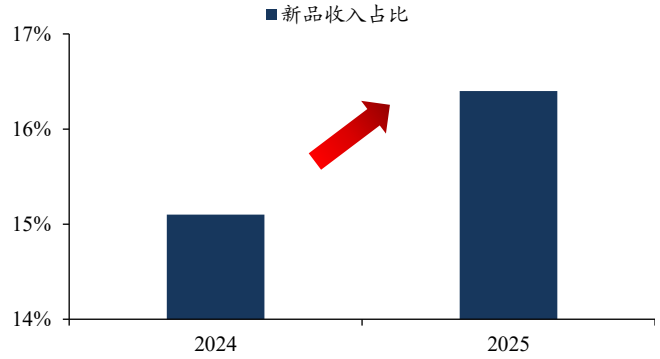
科研资源整合，公司创新产品迅速落地、想象力突破品类边界。例如 2025 年常温奶金典鲜活纯牛奶保质期缩短 50%，优酸乳“爵柠檬”创新口感和消费体验，宫酪奶皮子酸奶顺应口感消费趋势等。

图41：伊利股份成体系研发创新能力梳理



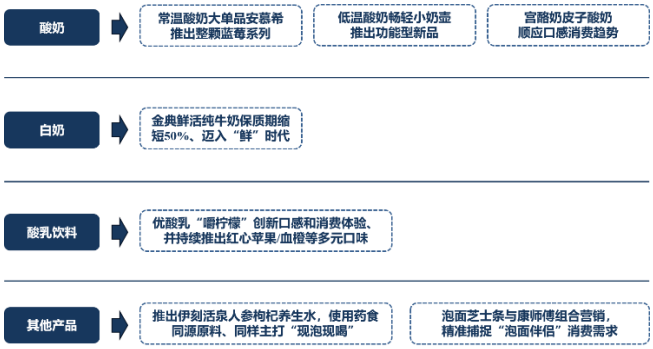
数据来源：公司官方公众号，南方人物周刊，东吴证券研究所

图42：2024~2025 年伊利新品占比持续提升



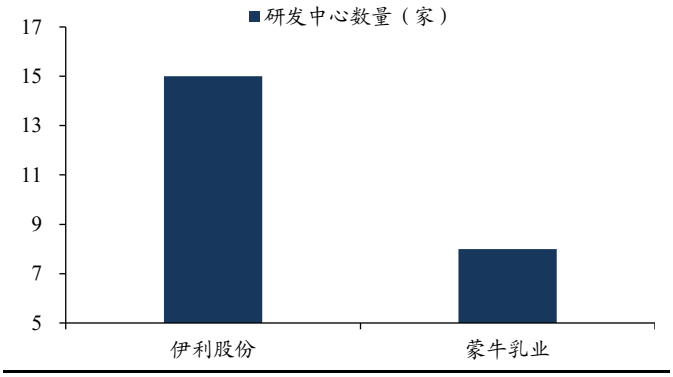
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图43：2025 年伊利创新产品梳理



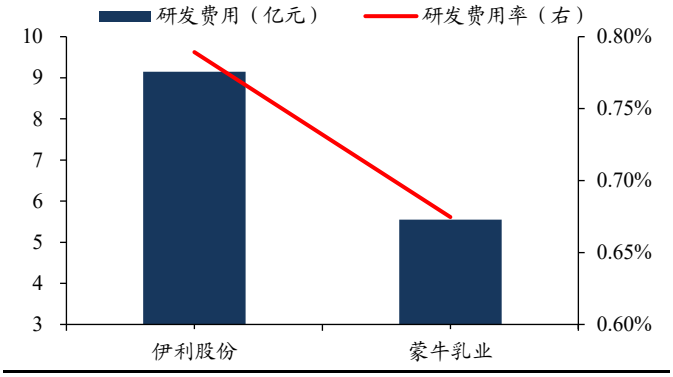
数据来源：每日经济新闻，优酸乳公众号，新乳业公众号，食品板公众号，东吴证券研究所

图44：伊利、蒙牛研发中心数量对比（2025A）



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

图45：伊利、蒙牛研发投入与研发费率对比（2025A）



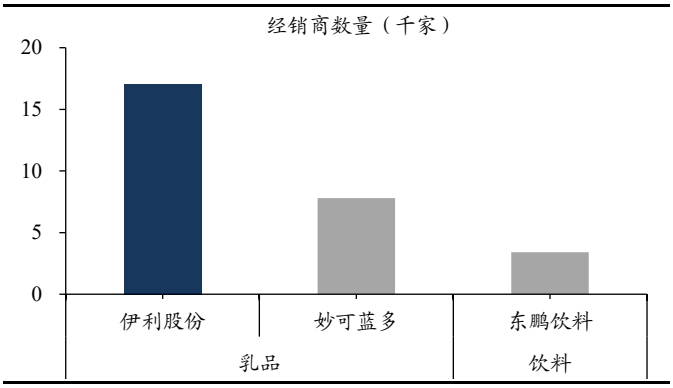
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.3. 全国“织网”精耕，渠道率先下沉

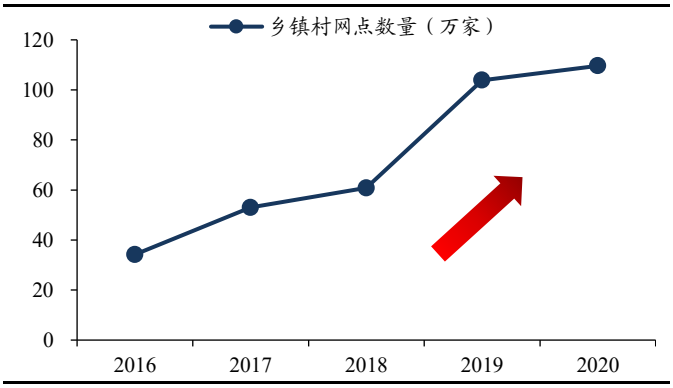
领先深挖下沉网点，精细管理夯实渠道推力。早年公司是国内率先开启产能储备和渠道扁平化变革的头部乳企，2006 年“织网计划”正式启动，一方面通过在全国各销售大区建设生产基地，实现“纵贯南北、辐射东西”的生产版图，并以核心区域辐射周边市场销售，奠定渠道下沉精耕的生产基础；另一方面扁平化渠道变革精耕市场，以冷饮事业部为例，面对当时经销商代理品牌混乱局面，公司开始推行单一代理制度、明确“经销商乳制品只能经营伊利品牌”，并由公司销售团队直接派驻终端网点，负责市场开发/终端陈列等工作，经销商则转变为“配送商”。彼时蒙牛尚以大商模式争夺市场，直至 2012 年时任总裁孙伊萍才逐步开启渠道扁平化改革。在“全国织网”基础上，公司借力商务部“万村千乡”工程迅速积累下沉市场先发优势，2007 年公司与商务部签署“万村千乡市场工程”的农村流通网络建设合作谅解备忘录，商务部将伊利乳制品作为唯一推荐乳制品向“万村千乡市场工程”采购联盟和承办企业推荐，搭建公司与采购联盟与承办企业合作平台，公司产品得以迅速进入终端乡镇市场。2013 年以来持续深化渠道管控能力，公司建立 PDCA 管理循环机制，以区域为单位对渠道网点进行精准分级管理，并于 2015 年启动数字化营销信息平台项目，借力掌控渠道终端信息流量（2020 年开始逐步通过五码合一实现精准经营管理）。在渠道精耕过程中亦反哺乡镇市场渗透，乡镇村直控网点数量从 2016 年 34 万家大幅扩张至 2020 年 110 万家；横向对比乳品饮料头部企业，公司经销商数量亦位居前列，2025 年伊利股份、妙可蓝多、东鹏饮料数量分别为 17.1、7.8、3.4 千家。

图46：乳品饮料主要品牌经销商数量对比（2025A）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图47：2016~2020 年伊利乡镇村直控网点数量迅速提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图48：伊利与蒙牛不同阶段渠道建设对比



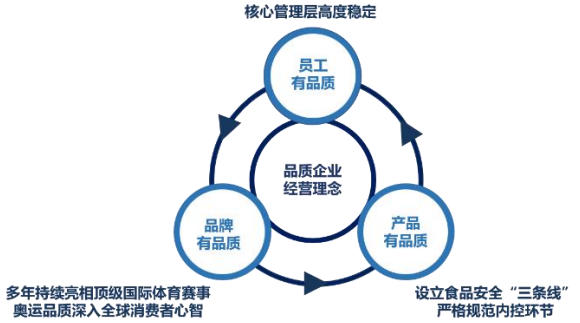
数据来源：中国质量新闻网，网易财经，中国企业家杂志，食悟公众号，东吴证券研究所

2.4. “伊利=高品质”，品牌心智根深蒂固

“伊利=高品质”，品质企业理念根深蒂固。董事长潘刚曾提出“品质企业”理念，即以品质为信条，在发展过程中始终把品质放在最重要位置的企业，主要包括三层内容：1）品牌有品质，通过好的品牌形象吸引和打动消费者：公司多年持续亮相顶级国际体育赛事，奥运品质深入全球消费者心智，例如 2016 年里约奥运会期间，公司是里约奥运会中国体育代表团营养乳制品供应商和中国奥委会官方合作伙伴，相继推出“奥运不围观”与“和千万人活力开动”宣传主题，其中奥运开幕当天公司在社交网络发布的《和千万人活力开动》主题广告视频，通过运动接力方式传达“不要围观奥运，而是用行动加入奥运”理念。2）产品有品质，坚守严格内控标准：公司在产品检测过程中设立食品安全“三条线”，在企业标准线基础上再提升 20%标准形成内控线，若产品超出内控标准，公司将立即启动预警风险研究。严格“三条线”标准坚持下，2023M7 液奶及冷饮产品率先通过美国 FDA 各项注册审批并逐步登陆美国市场，2026 年公司出口工厂通过 FDA 现场检查，成为唯一一家产品及工厂被列入美国 FDA 食品进口“绿名单”的中国乳企。3）员工有品质，稳定的管理层则为员工树立优秀的榜样：现任董事长潘刚自 2002 年接任总经理、2005 年接任董事长以来任职至今，其中担任总经理职位已有 24 年、董事长职位已有 21 年，同时尚未到法定退休年龄（2025 年约 56 岁），公司“灵魂角色”高度稳定。

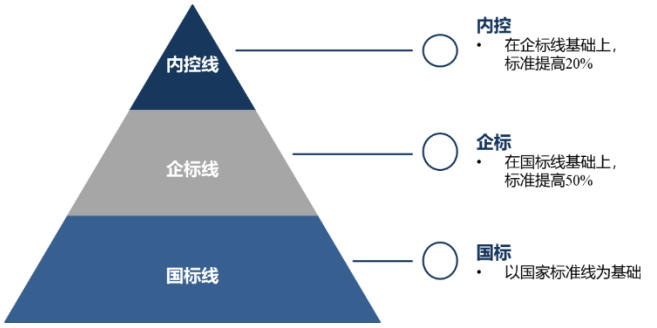
仅供内部参考，请勿外传

图49：伊利奶粉品类品牌心智积累逻辑梳理



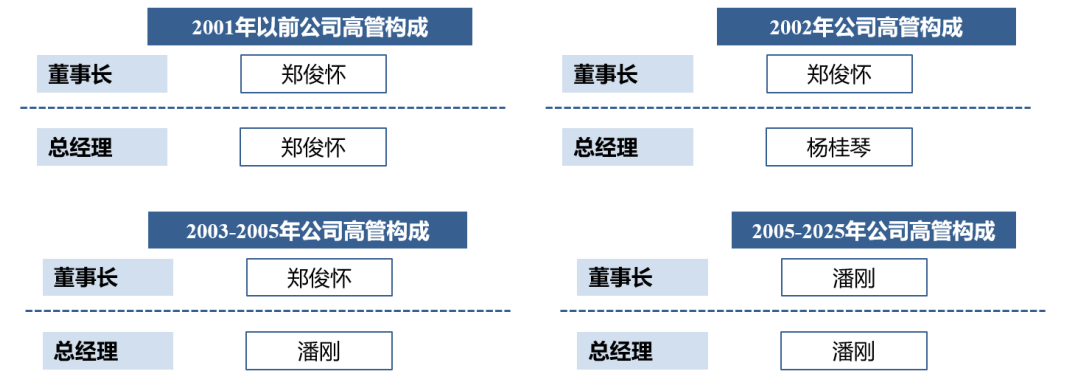
数据来源：公司官方公众号，东吴证券研究所

图50：伊利食品安全三条线标准梳理



数据来源：奶牛微看公众号，东吴证券研究所

图51：伊利历年董事长&总经理变化梳理



数据来源：Wind，东吴证券研究所

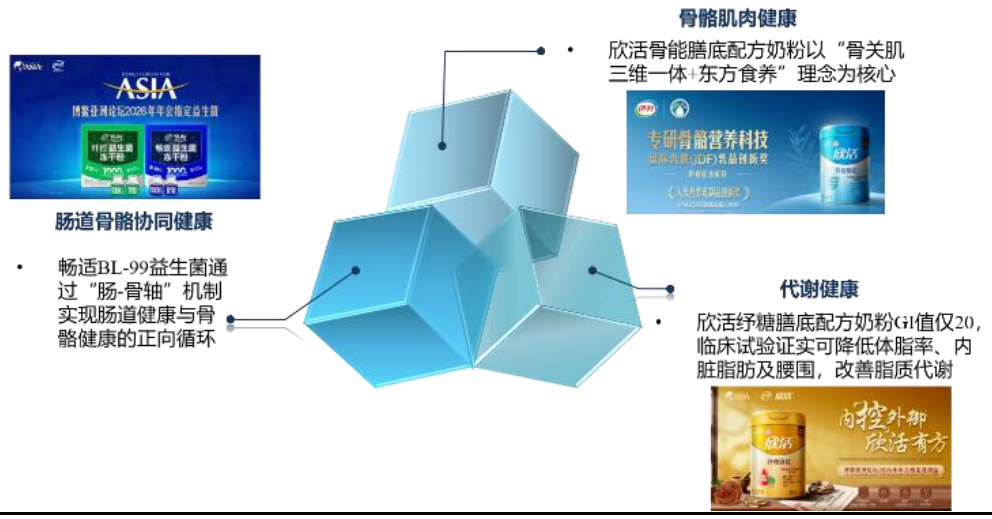
3. 锚定增长新曲线，“十五五”再启征程

3.1. 精准营养引领升级，提能蓄力掘金蓝海

从基础补给到精准营养，科学定制全生命周期健康。牛奶功能营养成分丰富，消费者对乳品需求从基础营养补充迈向功能细分与体验升级。相较基础补给，精准营养通过科学配方、靶向供给、高效吸收等实现营养与健康需求高度匹配，奶粉品类则是精准营养产品的核心载体。伊利体系化研发能力领先乳制品产业、且积极布局乳深加工全品类，通过供应链全链路构建起自主可控的精准营养体系，消费群体涵盖“一老一小”全生命周期，并在奶粉各细分赛道均有亮眼表现。1）婴配粉：高端升级比拼多维竞争能力，公司在研发底蕴支撑配方迭代基础上，进一步兼顾供应链管理与会员营销，提升渠道运营效率，近年金领冠在一段婴配粉市场份额牢据榜首，同时并购澳优补全品类矩阵，2025 年市场销售额市占率超越飞鹤、跃居第一位置；2）成人粉：保健品属性强，逐步依仗电商平台放量，公司专设成人营养品事业部聚焦品类运营，依托伊利健康科学平台实现中老年群体向全龄精准营养扩张，品类增速连续领跑行业、市场份额远超行业龙二。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图52：伊利精准营养形成从科学洞察到产品闭环



数据来源：公司官方公众号，东吴证券研究所

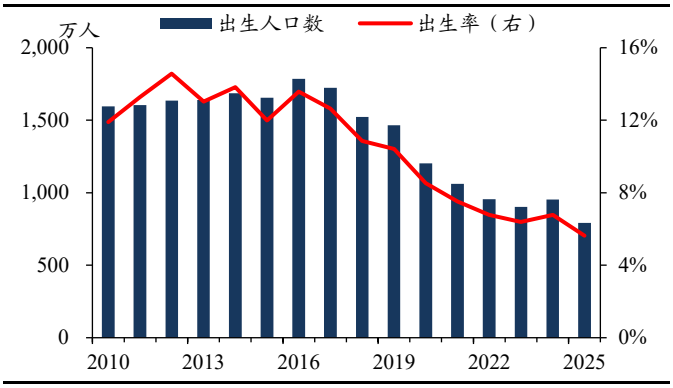
婴配粉进入存量阶段，伊利份额迅速跃升。中国新生儿出生率自 2019 年开始呈现下滑态势，婴配粉产品销量表现相应受到牵连，国内婴配粉市场规模从 2021 年 1725 亿元下滑至 2025 年 1410 亿元，期间 CAGR 为-4.9%，其中销量、吨价 CAGR 为-7.1%、+2.4%。婴配粉由于使用者和购买者分离，产品高信息差属性明显、对价格敏感度相对偏低，品类高端化替代中枢坚挺。

澳优+金领冠双品牌赋能，伊利婴配粉市场份额近年迅速跃升，2025 年销售额市占率超过飞鹤、占据榜首，婴配粉业务已成为公司第二大业务板块。1）并购澳优补全品类矩阵：澳优以羊奶粉起家、是国内首家港股上市的婴配粉企业，2011~2015 年陆续收购荷兰百年乳企海普诺凯股权发力羊奶粉赛道，旗下品牌佳贝艾特全球羊奶粉销量市占率第一、并在 2018~2025 年连续占据国内羊奶粉进口量 60%+。2021 年伊利通过境外子公司收购澳优 34.33%股权、成为其最大股东，截至 2025 年公司持有澳优 60.18%股份。伴随澳优邀约收购全面落地，公司借力补全婴配粉品类矩阵，自 2021 年开始市场份额进入跃升通道。2）产品研发赋能+渠道运营效率强化，构建自有品牌金领冠核心竞争优势：公司依托长期母乳研究积淀，持续迭代核心配方，强化高端、功能型产品布局，已搭建起覆盖 85 个国家、20 余万份母乳样本的全球母乳研究数据库；同时线上渠道运营提效发力，公司通过生育补贴结合会员运营搭建高效获客体系，并加大内容营销，沉淀高复购私域会员。3）借助金领冠在产品/运营效率等维度构建起竞争经验，公司进一步与澳优协同发展：一是渠道数字化管理深度变革，打通供应链全链路数据，并能常态化管控渠道库存；二是集团规模优势赋能，实现大宗原料采购降本；三是渠道运营效率/内容营销输出能力强化，借力集团优势搭建可持续经营模式。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

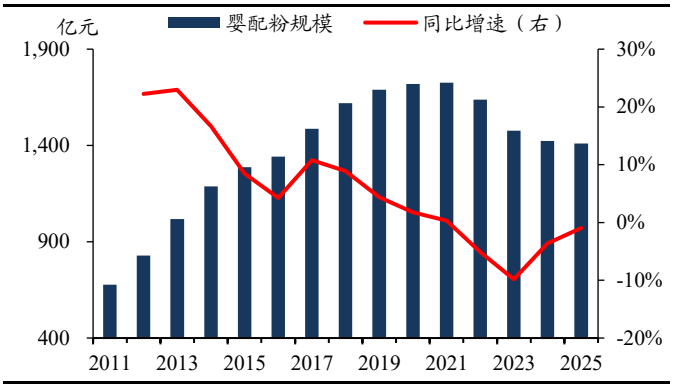
仅供内部参考，请勿外传

图53：2010~2025 年中国出生人口数&出生率



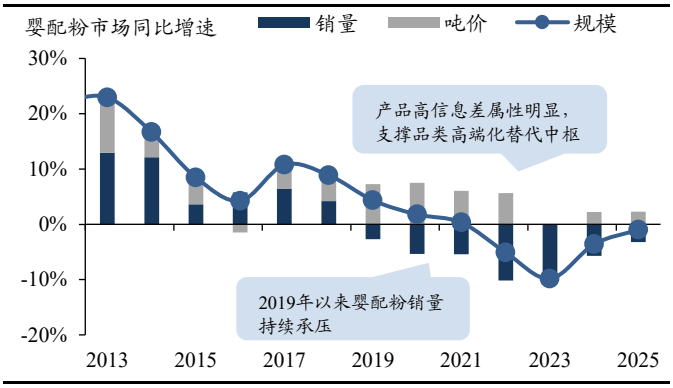
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图54：2011~2025 年婴配粉市场规模及同比增速



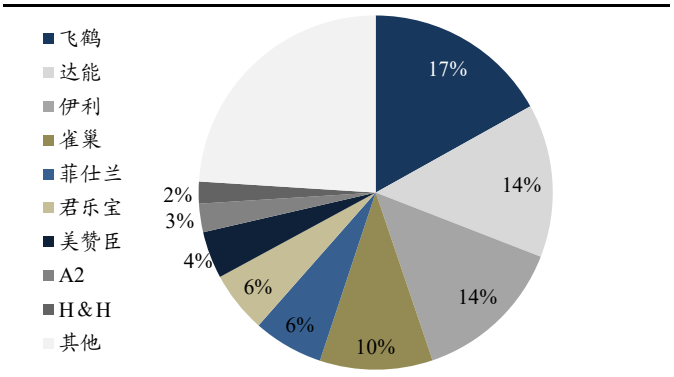
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图55：2013~2025 年婴配粉市场量价拆分



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

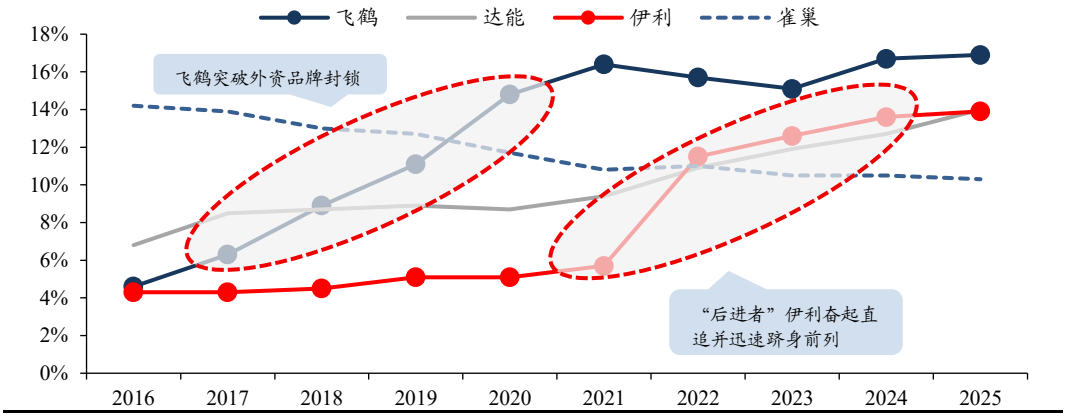
图56：2025 中国婴儿食品市场竞争格局（按销售额计）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

注：2025 年伊利婴配粉实际市占率已超过飞鹤，图 56 数据口径说明详见图 57

图57：2016~2025 年婴配粉头部企业市占率变化（按销售额计）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

注：数据口径为婴儿食品（Baby Food），包括婴配粉（占婴儿食品主要比重），以及米粉等干燥婴儿食品、肉泥等预制婴儿食品和营养补剂等其他婴儿食品，图 56 数据口径同上；其中伊利婴配粉市占率已于 2025 年超过飞鹤、跃居行业第一

请务必阅读正文之后的免责声明部分

婴配粉精准营养新品加速落地，引领伊利份额更上层楼。以金领冠系列为例，26M4公司“100%新西兰原装原罐进口”睿护铂金落地香港，产品原料选自新西兰 100%鲜活A2β-酪蛋白生牛乳，A2β-酪蛋白结构更贴近原乳，亲和婴儿肠胃；产品配方以“认知+保护”两大核心维度满足婴儿成长需求，其中 Brainyspark 认知组合蕴含 30 种活性脑营养群，添加 110mg 高含量 DHA 搭配黄金比例 ARA，同时添加铂金乳脂球膜，睿启脑动力；NEW-Protech 自护组合，含 8 种 HMOs 母乳低聚糖、3.55 倍高纯珍稀乳铁蛋白与原生免疫球蛋白 IgG，构筑多重原乳级保护；Comfortech 舒适配方则添加 83 倍 FOS+GOS 双重益生元，搭配天然 OPO 结构脂，让营养吸收更高效。

图58：睿护铂金新品特点梳理



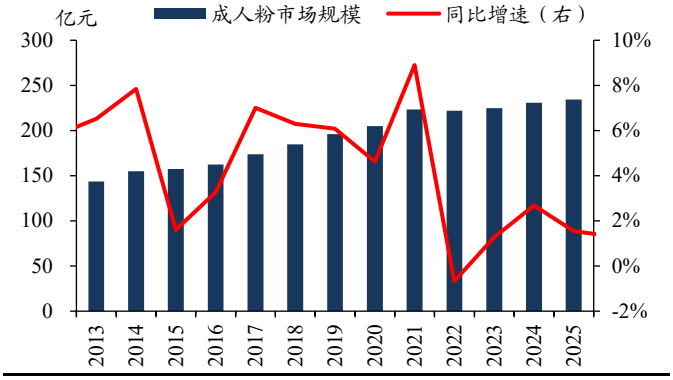
数据来源：东吴证券研究所整理

成人粉持续扩容，伊利牢据榜首。成人粉是指三岁以上的人群可以喝的奶粉，主要包括中老年奶粉、学生奶粉、女士奶粉等。相较婴配粉，成人粉适用人群更多元、中老年群体是主要消费群体，2024 年中老年群体在成人奶粉总客群占比超 50%。成人粉由于具有保健功能且能补充营养物质，产品属性更偏向保健品，电商渠道在保健品销售渠道占比已从 2010 年 3%迅速提升 55pct 至 2024 年 58%。成人粉市场规模从 2021 年 223 亿元提升至 2025 年 234 亿元，期间 CAGR 为 1.2%，其中销量、吨价 CAGR 分别为 1.0%、0.2%，一方面伴随第一轮婴儿潮步入老年，中国老龄化率迅速提升，相应老年人健康问题日益突显带动成人粉市场增长；另一方面近年内容电商、货架电商等线上场景兴起，成人粉抓住渠道变革红利、通过线上种草等方式迅速破圈。欧睿预计 2030 年中国成人粉市场规模将进一步扩容至 244 亿元，2025~2030 年销售额 CAGR 为 0.9%。

2025 年伊利、雀巢、蒙牛、飞鹤成人粉销售额市占率分别为 25%、16%、9%、6%，伊利市场份额大幅领先行业龙二、牢据头部位置。1）依托研发底蕴，潜心打磨多元产品矩阵：公司一方面依托药食同源理念匹配国民营养健康需求，25M3 与同仁堂集团正式达成全面战略合作，陆续开发多款高功效成人粉产品，满足中老年客群多样化需求；另一方面依靠研发专利储备，产品覆盖控糖、骨骼养护、心脏、免疫等功能赛道，同时布

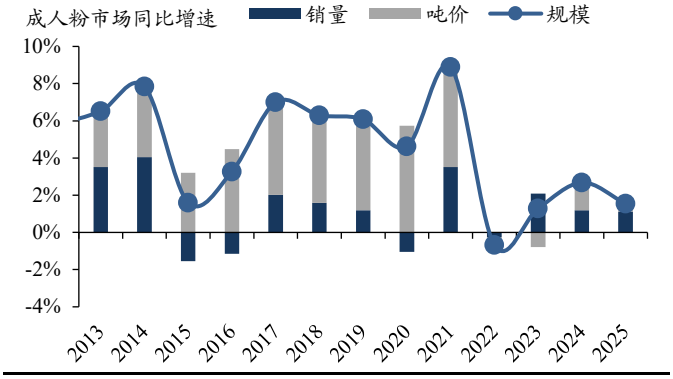
局羊奶粉、驼奶粉等特色细分品类。2）提升线上电商运营效率，构建完备运营体系：2023 年公司专门设立成人营养品事业部，搭建完整业务运营体系。在公域渠道，公司借力电商平台实现客群精准触达，例如伊利在内容电商平台通过用户搜索行为（如搜索控糖关键词等）/购买行为（如购买血糖仪等）进行人群圈选与精准触达，进而实现低 GI 产品推广（低 GI 产品即引起血糖波动较小产品）；在私域渠道，公司通过强信任链接消费者，以“活力伊利”小程序为例，消费者完成购买后的用户数据将沉淀回流到会员体系中，小程序为消费者提供积分抽奖与兑换福利通道，同时通过一对一专家服务长期链接消费者，借助销售完整“健康管理解决方案”提升用户粘性。

图59：2013~2025 年成人粉市场规模及同比增速



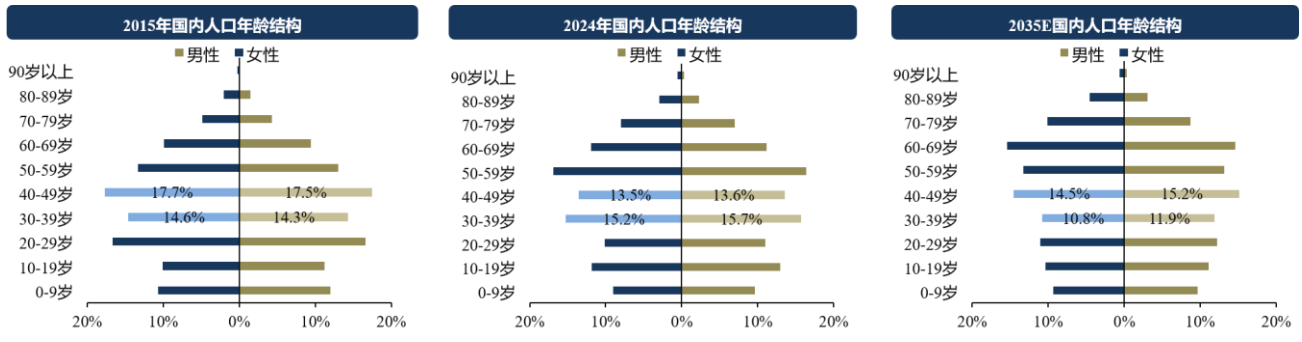
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图60：2013~2025 年成人粉市场量价拆分



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图61：国内人口结构变迁

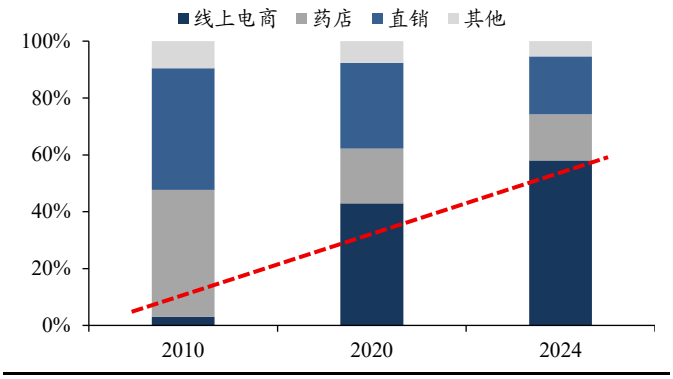


数据来源：联合国经济和社会事务部，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

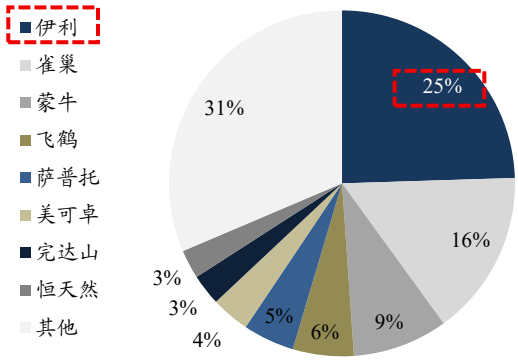
仅供内部参考，请勿外传

图62：保健品销售渠道结构



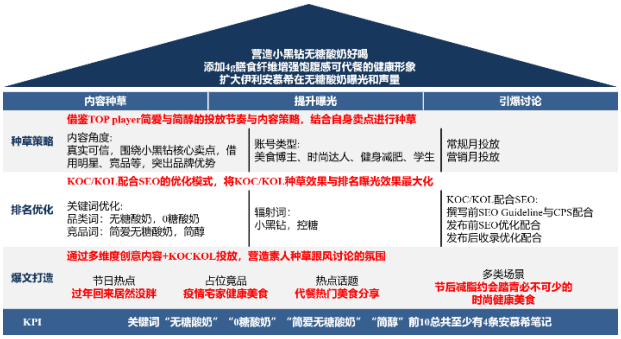
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图63：2025 年成人粉市场竞争格局



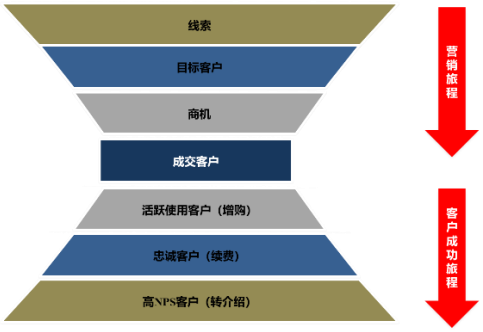
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图64：伊利在内容电商渠道动作逻辑梳理



数据来源：营销宇宙公众号，东吴证券研究所

图65：私域运营逻辑梳理



数据来源：东吴证券研究所整理

融合中式养生智慧，精准匹配中老年人群多元健康诉求。公司携手同仁堂全面覆盖控糖、骨骼养护、心脏、免疫等成人粉精准营养赛道，1）控糖：以欣活纾糖膳底配方奶粉为例，产品采用低 GI 配方，搭配葛根、灵芝、玉竹药食同源食材，富含 19 种营养成分，打造温和高效的糖代谢养护方案；2）骨骼养护：以伊利欣活骨能膳底奶粉为例，产品搭配高钙、CBP 初乳碱性蛋白、NAG 氨糖，融合杜仲叶、黄精中式养生食材，多维协同实现骨、关、肌三位一体养护；3）心脏：以伊利欣活心活膳底奶粉为例，产品添加 3 倍进口鱼油粉，搭配同仁堂人参、山楂经典古方，科学守护中老年心脑血管健康；4）免疫：以伊利欣活金装中老年奶粉为例，产品聚焦自护力养护，添加珍稀乳铁蛋白，融入“人参+枸杞”黄金组合，构筑三重免疫防护屏障。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图66：金领冠×同仁堂成人粉精准营养产品特点梳理



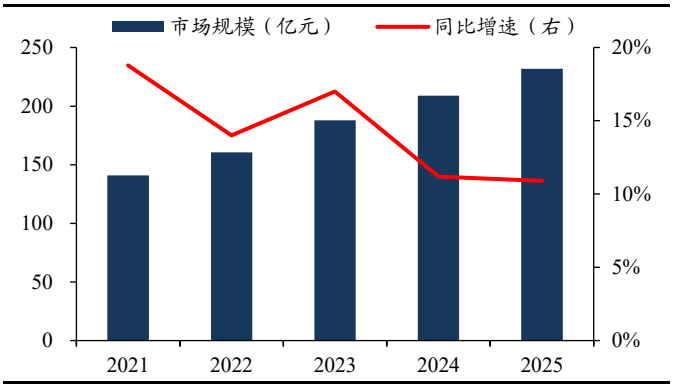
数据来源：公司官方公众号，东吴证券研究所

3.2. 乳深加工全面布局，循序渐进逐步深入

伊利深加工产能稳步爬坡，从乳脂到奶酪/乳清类产品梯次而进。乳深加工产品主要包括黄油/稀奶油等乳脂类、原制奶酪/再制奶酪/酪蛋白等奶酪类、乳清蛋白/乳矿物盐等乳清类，产物流向为“原奶→乳脂→奶酪→乳清”，公司深加工产线亦是从乳脂向奶酪、乳清类产品延伸，产品矩阵持续拓宽。1）乳脂类：近年在下游餐饮/烘焙/现制茶饮业态持续扩张背景下，国内稀奶油市场规模稳健增长，市场规模从 2021 年 140.9 亿元扩张至 2025 年 231.8 亿元，期间 CAGR 为 13.2%。由于工艺难度相对奶酪/乳清更低、应用场景广泛，国产稀奶油已实现较高替代，2025 年国内稀奶油产量占总需求量比重约 67%。国内多数区域乳企均有生产稀奶油能力，以宁夏地区为例，2025 年乳品加工企业 TOP10 中多数企业能够生产乳脂类产品，其中伊利作为头部全国乳企，凭借“国内+新西兰”双奶源、双产能布局，供应链抗风险能力优秀，充分受益国产替代机遇，2025 年品牌市占率已在国产稀奶油市场位居前列。2）奶酪类：2B 产品在奶价调整催化下国产替代提速，欧睿预计国内 2B 奶酪市场到 2030 年销量空间约 30 万吨。伊利现代智慧健康谷奶酪智造标杆基地一期 6 万吨产能已于 2023 年投产、二期/三期项目相继落地，其中年产 1 万吨原制马苏里拉奶酪产线于 26H1 正式投产、是公司首次实现高端奶酪从核心原料到终端产品完全自主生产，此外项目亦能增厚乳脂类产能并为后续乳清类产品落地打下“硬件基础”。3）乳清类：近年公司脱盐乳清深加工项目率先投产，乳铁蛋白等高附加值乳清类产品国产化已实现技术攻坚，26M5 公司启动乳初精深加工核心项目，聚焦乳清蛋白/乳铁蛋白等工业量产落地。

仅供内部参考，请勿外传

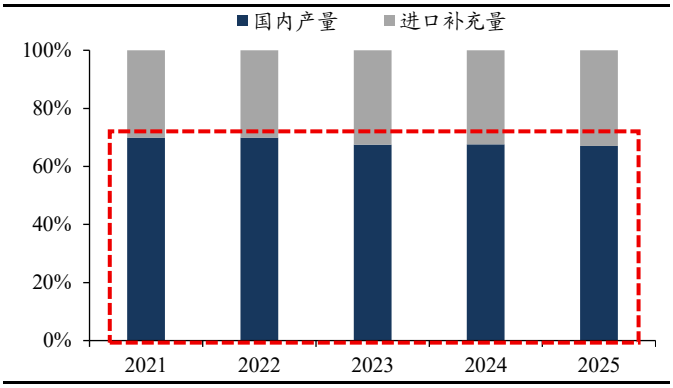
图67：中国稀奶油市场规模及同比增速



数据来源：观研天下公众号，东吴证券研究所

注：此处稀奶油口径包括动物性稀奶油和植物性稀奶油，其中动物性稀奶油规模占比约 70%，口径右同

图68：国产稀奶油已实现较高替代



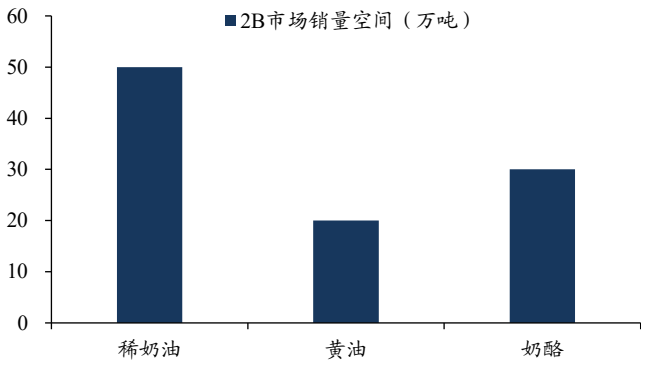
数据来源：观研天下公众号，东吴证券研究所

图69：乳脂类产品多数乳企均能生产

序号	名称	主要产品
1	宁夏亿美生物	奶酪
2	昆宁森态乳业(宁夏)	液体乳、乳粉
3	宁夏富杨食品	**稀奶油、黄油**、乳粉
4	宁夏李子园食品	奶酪、液体乳
5	原源(宁夏)鲜乳制品	**奶油**、奶酪
6	飞鹤(宁夏)生物	婴幼儿配方奶粉
7	牛佰仕(宁夏)乳制品	**黄油、稀奶油**
8	宁夏塞尚乳业	**稀奶油**、蛋白粉
9	宁夏财硕生物	干酪素
10	优乳(宁夏)生物工程	牛初乳

数据来源：荷斯坦公众号，东吴证券研究所

图70：国内 2B 乳品市场销量空间对比（2030E）

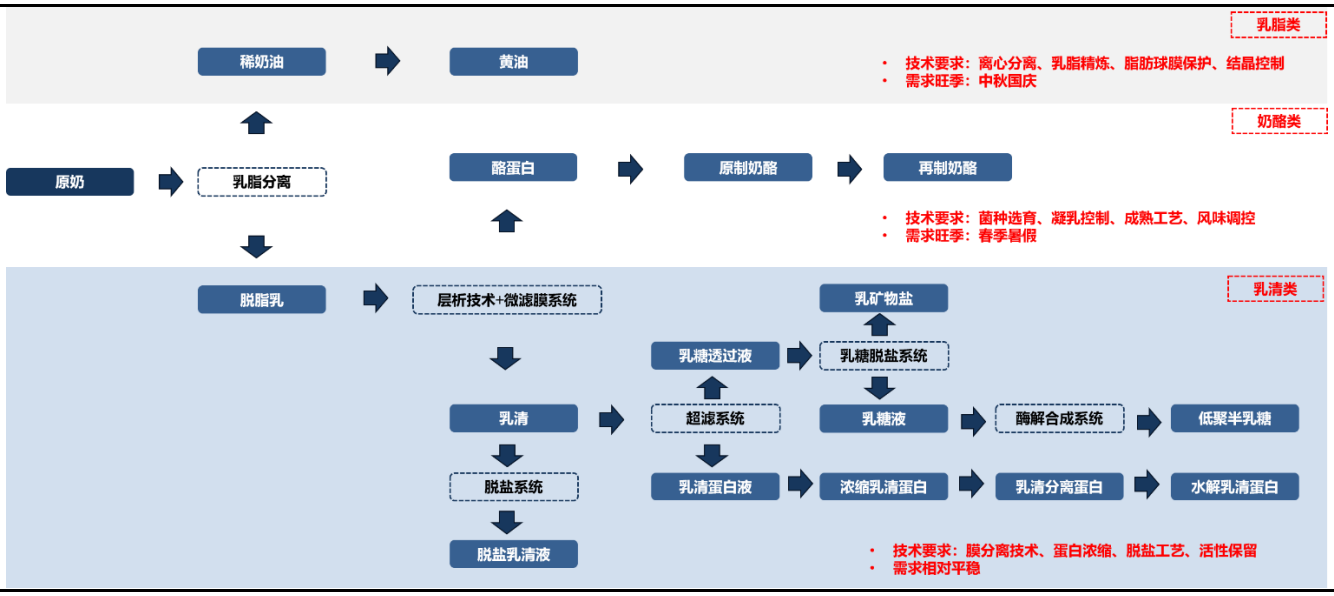


数据来源：欧睿，东吴证券研究所

深度整合上下游全产业链，伊利高附加值乳清类产能落地更掷地有声。深加工全品类产能覆盖除攻克单一品类技术难关外，还需考虑 1）副产物协同，全品类企业需建立“乳清→酪乳→乳糖废水”三级处理体系，且体系环环相扣，例如乳清脱盐技术不达标，奶酪生产的副产物就无法转化为高价值的 D90 脱盐乳清粉、只能作为废水排放，环保成本将显著增加；2）产能供需匹配，乳脂、奶酪、乳清市场需求独立波动，例如乳脂需求旺季在中秋国庆、奶酪在春季和暑假、乳清需求则相对平稳。伊利凭借乳制品全产业链多年深耕，深度整合上下游资源，后续高附加值乳清类产能落地放量可见度更高：一方面公司紧握核心优质奶源，旗下优然牧业已是全球最大的原奶供应商；另一方面集团研发实力和资源底蕴支持深加工各品类生产技术及副产物协同生产技术攻关，同时依托上下游供应链整合优势，产能有望依托精细的渠道网络释放。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图71：乳制品深加工全品类工艺流程梳理



数据来源：东吴证券研究所整理

3.3. 全球布局拾级而上，出海打开远期空间

全球出海开拓远期空间，多品类、多区域稳步推进。自 2006 年开始公司逐步启动国际化战略，近年已从单一产品出口向覆盖全球资源与市场的全产业链布局转型，但整体规模贡献有限、暂处培育投入初期阶段。1）东南亚市场以冷饮为抓手突破：东南亚是全球出海最早深耕区域，公司相继通过并购及自建工厂形式完成泰国/印尼双生产中心布局，拥有中国乳企海外单体最大冰淇淋工厂，冰品得以向菲律宾等东南亚各国和非洲/中东等区域辐射，后续伴随海外布局深化，公司将战略拓展乳饮料以完善产品矩阵。2）澳新市场聚焦乳深加工建设：2019 年公司收购新西兰威士兰乳业 100%股权，聚焦高附加值产品及原料研发生产，提升高蛋白收入占比、并向国内供给关键原料，保障国内营养品等业务发展，形成境内外业务的有效协同，截至 26H1 业务已实现盈利，后续伴随高附加值产品占比提升，利润共享将愈发丰厚。3）其他区域多点开发：在中东区域，近年澳优在阿联酋、科威特等核心国家市占率持续提升；在北美区域，公司已成为北美市场渠道覆盖最广、产品品类最齐全的中国乳企，在 FDA 标准认证背书下（即经过美国食品药品监督管理局认证进入“绿名单”），多品类产品已进入 Walmart 等超 2000 家北美主流商超、并全面入驻 Amazon 等主流电商平台。

图72：伊利全球扩张战略地图

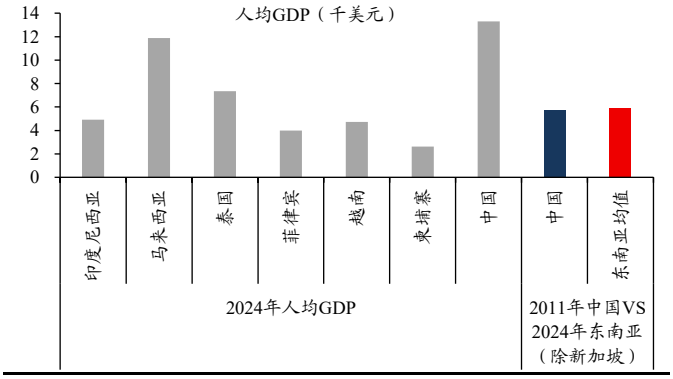


数据来源：财研社，公司官方公众号，东吴证券研究所

东南亚区域成长潜力旺盛，尚处战略投入扩张阶段：东南亚市场拥有高增的经济环境，消费者对新品牌态度开放、区域消费潜力旺盛。目前东南亚类似国内 2010~2015 年经济高增时期，2024 年东南亚主要国家人均 GDP 均值为 5.91 千美元（除新加坡），基本同 2011 年中国人均 GDP 水平相近，消费潜力旺盛。东南亚乳品消费处于起步阶段，竞争格局尚未成型，未来品类增长空间亮眼。2025 年东南亚液奶人均消费量普遍低于 20kg/人/年，约中国消费量 1/3；同时行业竞争格局尚未形成，国际巨头主导市场竞争，例如 2018 年之前冰柜核心位置长期被和路雪等国际巨头占据。

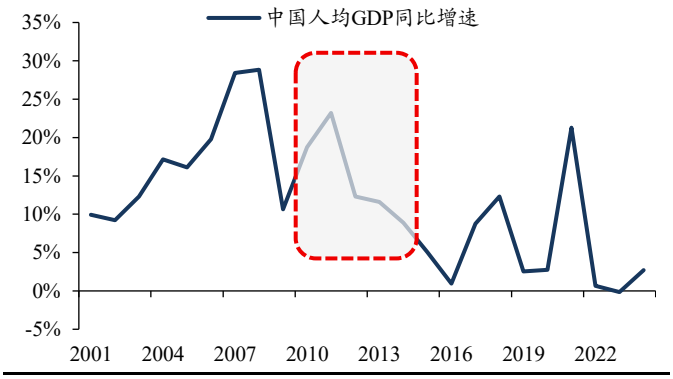
伊利通过冷饮本土化经营策略成功在东南亚站稳脚跟，1）因地制宜确定产品导入方向：早先公司尝试将国内畅销品直接导入印尼但市场反响一般，此后经过深入本土调研确定本土消费者画像，2018M10 在雅加达推出首款冰淇淋品牌 Joyday、M11 收购泰国本土最大冰淇淋企业 Chomthana，自有品牌+收购品牌双轮驱动催化下，2020 年 Chomthana 旗下品牌 Cremo 销售额同比+68%，2025 年自有品牌 Joyday 已挺进印尼市场 TOP3。2）坚定本土化经营：包括在东南亚本地兴建现代化生产基地、设立东南亚创新中心、人才本地化运营等。

图73：中国、东南亚各国人均 GDP 对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

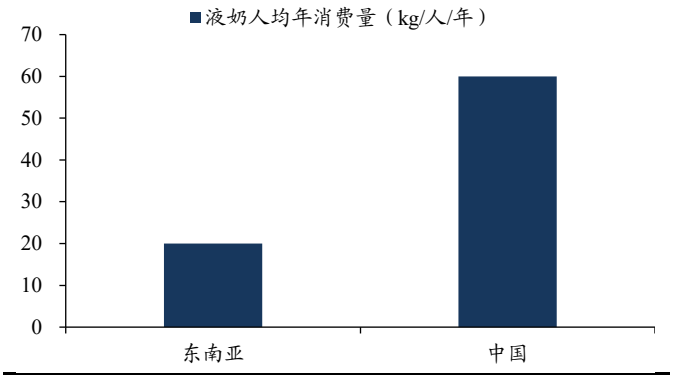
图74：2010~2015 年中国经济高速增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图75：东南亚、中国液奶渗透率对比（2024A）



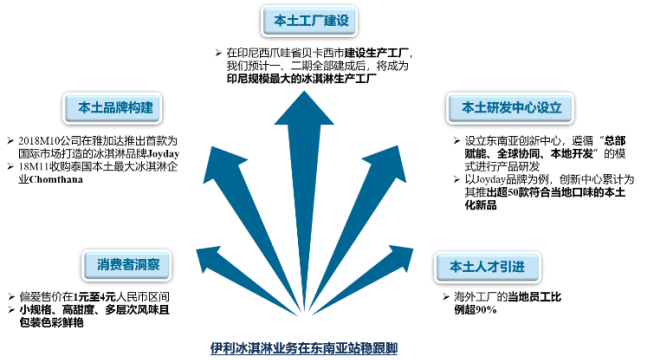
数据来源：出海 GO+公众号，东吴证券研究所

图76：东南亚冰淇淋竞争格局（2024A）



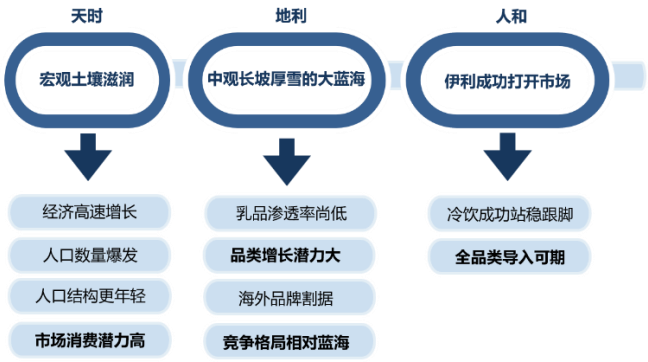
数据来源：出海 GO+公众号，《中国冰淇淋》公众号，东吴证券研究所

图77：东南亚市场冰品导入逻辑梳理



数据来源：出海 GO+公众号，东吴证券研究所

图78：伊利乳品在东南亚市场潜力空间足



数据来源：东吴证券研究所整理

“十五五”开年新西兰市场率先推动资产战略重组，资源聚焦有力攻坚：26M5 伊利集团正式启动新西兰区域资产战略重组，本次重组着力打通旗下各经营主体发展壁垒，实现一体化战略平台转型。1）新西兰五大经营主体各有优势、取长补短：威士兰乳业主要生产高附加值乳深加工原料，拥有全球最大乳铁蛋白基地之一，此外亦拥有一定黄油产能；大洋洲乳业以生产婴配粉为主，是金领冠睿护等高端婴配粉原料的核心产地；金丝雀食品聚焦黄油生产，主要面向 2B；易极优是澳新地区领先的 DIY 酸奶品牌，自 2010 年被威士兰乳业收购；璞玉营养品定位精准营养赛道，自 2023 年被威士兰乳业收购。2）围绕“资源整合、效率提升、价值升级”三大主线，理顺海外业务与国内市场的联动逻辑，破解此前海外资产运营分散、协同不足的痛点：一是组织整合，公司成立统一新西兰区域运营中心，统筹奶源采购、生产加工、产品分销全流程，提升决策效率；二是产品结构调整，搭建“海外生产+全球分销”通道，实现产品辐射全球，此外根据当地需求特点主动调整产品结构；三是乳深加工国内外联动，依托新西兰奶源优势，强化乳深加工研发生产，进而实现协同发展。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

图79：伊利在澳新区域五大经营主体主业梳理

澳新五大经营主体	核心业务	收购时间
威士兰乳业	黄油+乳铁蛋白+草饲奶源	2019年 (2019年8月完成交割)
大洋洲乳业	婴配粉+液态奶+全脂奶粉	2013年
金丝雀食品	黄油深加工+B端食品服务	2022年 (由威士兰收购整合)
易极优	DIY酸奶+全球C端分销	2010年 (被威士兰收购)
璞玉营养品	高端营养品+精准营养	2023年 (由威士兰收购整合)

数据来源：乳业资讯网，公司官方公众号，公司公告，东吴证券研究所整理

图80：新西兰区域重组战略梳理

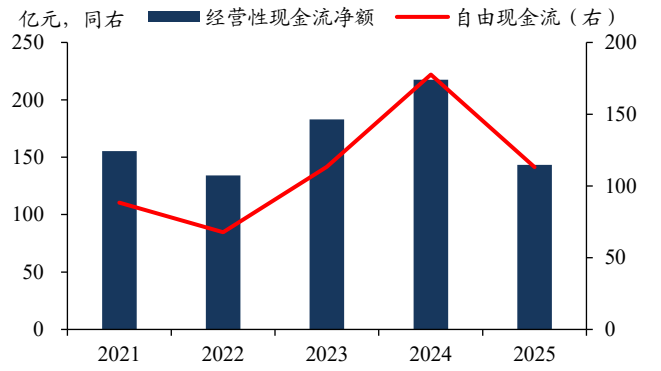


数据来源：乳业资讯网，东吴证券研究所

4. 现金流安全垫厚实，股东回报持续提升

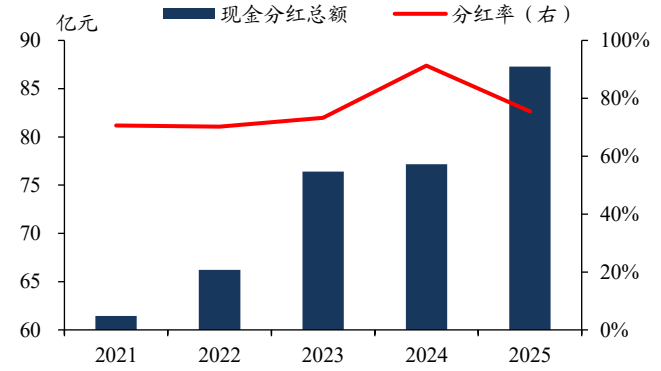
现金流稳健，分红承诺持续兑现，提升股东回报水平。自 2021 年以来公司现金流保持稳健，2021~2025 年经营性现金流分别为 155.3、134.2、182.9、217.4、143.4 亿元，自由现金流分别为 88.4、67.7、113.3、177.6、113.1 亿元。稳健的现金流保障公司股东回报，分红总额从 2021 年 61.4 亿元提升至 2025 年 87.3 亿元、股息率从 2.3%提升至 4.8%(行情基准日选取各年 12 月 31 日)。25M11 公司发布股东回报计划，明确 2025~2027 年分红率不低于 75%，2025 公司分红率为 75.5%，分红承诺持续兑现。同时公司通过回购进一步增强投资者信心，2025 回购注销股份数量为 0.41 亿股、占总股本比重为 0.64%；26M8 公司发布回购 10~20 亿元计划，回购股份将依法全部予以注销并减少公司注册资本，进一步向市场传递对经营修复/基本面向好信心，此外亦能增厚未来分红回报。

图81：2021 年以来伊利股份现金流表现稳健



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图82：2021~2025 年伊利股份分红总额与分红率

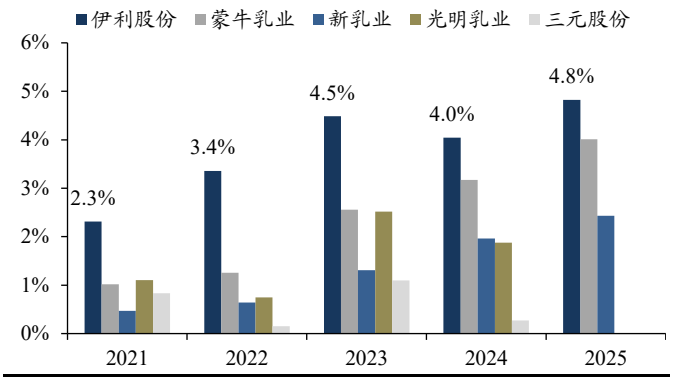


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

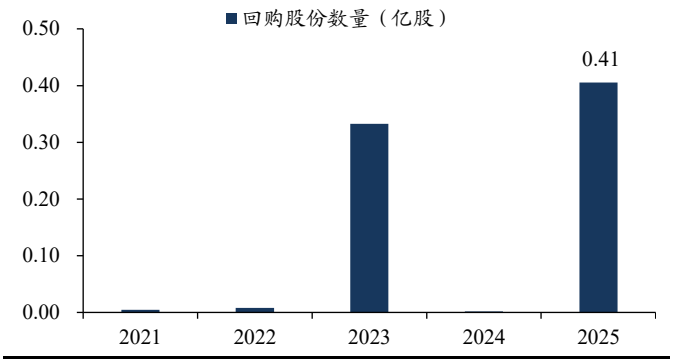
图83：2021~2025 年头部乳企股息率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：行情基准日选自各年 12 月 31 日

图84：2021~2025 年伊利股份回购股份数量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

乳品“绩优生”全面均衡发展，精准营养、乳深加工和全球布局拓开成长空间，我们持奶价见底并温和复苏判断，伊利股份作为全国型头部乳企将会受益供给改善，体现在售价回升和费投优化等，联营牧场盈利亦会改善，从而迎来双击，此外稳健的现金流亦能保障股东回报。

收入端，预计 2026~2028 年收入增速有望边际修复。1）液奶：常温奶近年需求表现疲弱，基本盘相对承压，基于后续奶价温和复苏判断，供给改善有望助力市场份额进一步向头部集中，常温奶业务增速转正更可期；低温奶增长韧性足，公司通过产品结构持续优化与合作新兴渠道，低温渗透率不断提升。综合来看，我们预计 2026~2028 年液奶营收同比增速为 0.7%、0.7%、0.7%。2）奶粉及奶制品：婴配粉近年收入规模已突破 200 亿元、且市场份额也已超过飞鹤，后续集团将在规模优势赋能、渠道运营效率提升等维度赋能澳优经营，同时金领冠保持产品迭代和运营效率优势，“澳优+金领冠”双驱有望带动市场份额进一步抬升；成人粉市场持续扩容，公司牢据份额榜首，后续将持续迭代升级产品、并强化电商渠道建设；乳深加工 2B 国产替代进程提速，公司深加工产能稳步爬坡，从乳脂到奶酪/乳清类产品梯次而进。综合来看，预计 2026~2028 年奶粉及奶制品营收同比增速为 10.6%、10.4%、10.1%。3）冷饮：年轻群体为核心受众，公司通过口味迭代及渠道渗透深化布局，业务有望延续高景气度趋势，预计 2026~2028 年冷饮业务收入同比增速为 11.6%、11.1%、10.6%。

利润端，2026 年大额计提澳优商誉减值短期影响表观盈利，2027~2028 年盈利有望重新进入上行通道。我们持奶价见底并温和复苏判断，伊利股份作为全国型头部乳企将会受益供给改善，体现在 1）产品结构优化提升售价、2）市场竞争趋缓下乳企渠道费投亦会更加理智，联营牧场盈利亦会改善，带动公司投资净收益修复、信用减值损失收缩，此外喷粉减值带来财务压力亦会逐步减轻。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表2：公司收入拆分及盈利预测（单位：亿元人民币）

亿元人民币	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1,261.8**	**1,157.8**	**1,159.3**	**1,212.8**	**1,270.1**	**1,331.4**
YOY	**2.4%**	**-8.2%**	**0.1%**	**4.6%**	**4.7%**	**4.8%**
液体乳	855.4	750.0	704.2	708.8	713.5	718.3
YOY	0.7%	-12.3%	-6.1%	0.7%	0.7%	0.7%
奶粉及奶制品	276.0	296.8	327.7	362.3	399.9	440.3
YOY	5.1%	7.5%	10.4%	10.6%	10.4%	10.1%
冷饮	106.9	87.2	98.2	109.6	121.7	134.5
YOY	11.7%	-18.4%	12.6%	11.6%	11.1%	10.6%
毛利率	**32.6%**	**33.9%**	**34.6%**	**34.8%**	**34.8%**	**34.8%**
销售费率	**17.9%**	**19.0%**	**18.6%**	**18.7%**	**18.3%**	**17.8%**
管理费率	**4.1%**	**3.9%**	**4.1%**	**4.2%**	**4.1%**	**4.0%**
归母净利润	**104.3**	**84.5**	**115.7**	**101.6**	**125.9**	**138.8**
YOY	**10.6%**	**-18.9%**	**36.8%**	**-12.1%**	**23.8%**	**10.3%**
归母净利率	**8.3%**	**7.3%**	**10.0%**	**8.4%**	**9.9%**	**10.4%**

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

我们采用可比公司估值法，选取全国型头部乳企蒙牛乳业、区域型头部乳企新乳业和天润乳业、细分赛道龙头妙可蓝多和中国飞鹤作为可比公司，2026~2028 年可比公司平均 PE 为 18x、14x、12x。乳品“绩优生”全面均衡发展，精准营养、乳深加工和全球布局拓开成长空间，我们持奶价见底并温和复苏判断，伊利股份作为全国型头部乳企将会受益供给改善，体现在售价回升和费投优化等，联营牧场盈利亦会改善，从而迎来双击，此外稳健的现金流亦能保障股东回报。综合考虑，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：可比公司估值表（截至 2026/09/21 收盘价）

股票代码	可比公司	总市值	收盘价	PE			归母净利（亿元）				归母净利同比		
		亿元	元	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
2319.HK	蒙牛乳业	599	15.35	12	11	10	15.5	48.5	55.4	60.6	214.1%	14.2%	9.5%
002946.SZ	新乳业	124	14.46	14	12	11	7.3	8.6	10.1	11.5	18.1%	16.9%	13.6%
600419.SH	天润乳业	28	8.81	23	17	13	0.4	1.2	1.7	2.1	194.4%	36.0%	25.2%
600882.SH	妙可蓝多	99	19.48	29	22	17	1.2	3.4	4.6	5.8	185.9%	35.7%	26.3%
6186.HK	中国飞鹤	198	2.17	10	9	8	19.4	20.0	21.5	23.5	2.9%	7.6%	9.2%
	均值			18	14	12							
600887.SH	伊利股份	1,686	26.65	17	13	12	115.7	101.6	125.9	138.8	-12.1%	23.8%	10.3%

数据来源：wind、东吴证券研究所

注：1）伊利股份盈利预测参考东吴证券预测，其他可比公司盈利预测取 wind 一致预测数据、数据时间截至 2026 年 9 月 21 日；2）所有货币单位均为人民币；3）港元兑人民币汇率参考 2026 年 9 月 21 日的 0.8535

6. 风险提示

商誉减值风险：26H1 公司一次性大额计提澳优商誉减值，减值压力部分释放，若后续澳优经营持续不及预期，剩余商誉进一步减值或造成盈利扰动。

原奶价格波动风险：若奶价进一步下跌，中下游乳企竞争或进一步恶化，同时头部乳企保障收奶和喷粉储存占据大量现金将增加财务负担。

收购整合风险：公司近年通过并购整合澳新等区域乳业资产布局海外，海外资产面临管理模式、企业文化差异及渠道协同等挑战，若并购整合成效不及预期，将拖累经营表现。

伊利股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**66,370**	**55,512**	**61,466**	**69,690**
货币资金及交易性金融资产	19,498	19,374	25,196	33,273
经营性应收款项	4,332	3,192	3,289	3,401
存货	10,823	10,122	10,049	9,978
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	31,716	22,823	22,931	23,038
非流动资产	**85,729**	**96,223**	**94,556**	**92,467**
长期股权投资	4,144	4,294	4,444	4,594
固定资产及使用权资产	35,242	33,078	30,667	27,992
在建工程	1,357	2,122	2,719	3,167
无形资产	4,755	4,642	4,518	4,385
商誉	2,182	635	635	635
长期待摊费用	16	17	18	19
其他非流动资产	38,033	51,436	51,554	51,674
资产总计	**152,099**	**151,735**	**156,021**	**162,157**
流动负债	**91,053**	**88,531**	**88,819**	**90,568**
短期借款及一年内到期的非流动负债	50,045	45,929	46,029	46,129
经营性应付款项	13,130	13,694	14,345	15,036
合同负债	10,564	10,888	10,136	10,626
其他流动负债	17,313	18,021	18,310	18,777
非流动负债	**2,501**	**2,674**	**2,884**	**3,094**
长期借款	472	572	672	772
应付债券	0	100	200	300
租赁负债	289	299	309	319
其他非流动负债	1,740	1,703	1,703	1,703
负债合计	**93,554**	**91,206**	**91,704**	**93,662**
归属母公司股东权益	54,656	56,630	60,406	64,570
少数股东权益	3,889	3,899	3,911	3,925
所有者权益合计	**58,544**	**60,529**	**64,318**	**68,495**
负债和股东权益	**152,099**	**151,735**	**156,021**	**162,157**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**115,931**	**121,281**	**127,012**	**133,137**
营业成本(含金融类)	75,654	78,875	82,626	86,606
税金及附加	672	774	811	850
销售费用	21,545	22,571	23,181	23,642
管理费用	4,696	5,081	5,195	5,313
研发费用	915	907	950	996
财务费用	(691)	(363)	(184)	(193)
加:其他收益	1,208	1,065	1,115	1,169
投资净收益	147	48	63	66
公允价值变动	38	48	48	50
减值损失	(999)	(2,480)	(691)	(717)
资产处置收益	(7)	(7)	(7)	(7)
营业利润	**13,528**	**12,109**	**14,962**	**16,483**
营业外净收支	(534)	(140)	(140)	(140)
利润总额	**12,994**	**11,969**	**14,822**	**16,343**
减:所得税	1,480	1,795	2,223	2,452
净利润	**11,514**	**10,174**	**12,598**	**13,892**
减:少数股东损益	(51)	10	13	14
归属母公司净利润	**11,565**	**10,164**	**12,586**	**13,878**
每股收益-最新股本摊薄(元)	1.83	1.61	1.99	2.19
EBIT	12,866	11,606	14,638	16,151
EBITDA	17,460	16,798	20,103	21,890
毛利率(%)	34.58	34.80	34.79	34.79
归母净利率(%)	10.00	8.40	9.93	10.45
收入增长率(%)	0.13	4.61	4.73	4.82
归母净利润增长率(%)	36.82	(12.12)	23.83	10.27

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	14,344	20,987	19,038	22,050
投资活动现金流	(7,796)	(8,223)	(3,873)	(3,720)
筹资活动现金流	(13,473)	(12,802)	(9,341)	(10,252)
现金净增加额	(6,869)	(123)	5,823	8,077
折旧和摊销	4,595	5,192	5,465	5,739
资本开支	(2,940)	(3,867)	(3,717)	(3,567)
营运资本变动	(2,699)	2,399	(643)	774

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	8.64	8.95	9.55	10.21
最新发行在外股份（百万股）	6,325	6,325	6,325	6,325
ROIC(%)	10.51	9.10	11.36	12.07
ROE-摊薄(%)	21.16	17.95	20.84	21.49
资产负债率(%)	61.51	60.11	58.78	57.76
P/E（现价&最新股本摊薄）	14.58	16.59	13.39	12.15
P/B（现价）	3.08	2.98	2.79	2.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn