

2025 年 04 月 30 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

34

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2025/4/29)	28.79
上证指数(2025/4/29)	3286.65
股价 12 个月高/低	31.96/21.13
总发行股数(百万)	6365.90
A 股数(百万)	6334.47
A 市值(亿元)	1823.69
主要股东	香港中央结算有限公司 (10.23%)
每股净值(元)	9.16
股价/账面净值	3.14
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.5 6.4 7.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-10-31	26.44	买进
2024-08-30	22.87	买进
2024-04-30	28.29	买进
2023-10-31	26.67	买进

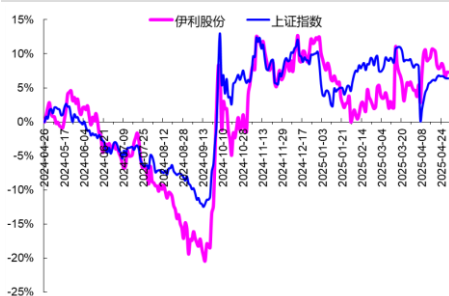
产品组合

液体乳	59.98%
奶粉及奶制品	26.92%
冷饮产品系列	12.54%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	17.9%
一般法人	26.0%

股价相对大盘走势



伊利股份(600887.SH)

BUY 买进

大额减值影响 2024 年盈利，25Q1 扣非后盈利良好

结论与建议：

业绩概要：

公告 2024 年实现营收 1157.8 亿，同比下降 8.2%，实现归母净利润 84.5 亿，同比下降 19%，扣非后净利润 60.1 亿，同比下降 40%；24Q4 实现营收 267.4 亿，同比下降 7%，实现净亏损 24.2 亿。

公告 2025 年一季度实现营收 330.2 亿，同比增 1.4%，实现归母净利润 48.7 亿，同比下降 17.7%，扣非后净利润 46.3 亿，同比增 24.2%。

分红方案：每 10 股派发现金股利 12.2 元，股息率约 4.24%

点评：

- 2024 年乳品需求弱复苏，全年营收呈负增长。四季度看，液体乳实现收入 174.8 亿，同比下降 13%，奶粉及奶制品收入 83.5 亿，同比增 8.7%，冷饮收入 3.8 亿，同比增 23.7%，其他产品收入 1.3 亿，同比下降 20%。
- 成本费用方面，Q4 毛利率同比下降 0.7pct 至 31%，应主要受产品结构变动影响（全年受益成本低位，毛利率同比提升 1.3pcts）；期间费用率同比下降 1.26pcts 至 23.33%（全年费用率同比上升 0.48pct），受益管理费用率同比下降 0.36pct，财务费用率同比下降 0.42pct，及销售费用率同比下降 0.82pct。
- 24Q4 业绩大幅衰退的主要原因在于受出生率及行业竞争加剧影响，澳优乳业业绩不达预期，公司计提 30.4 亿商誉减值。全年看，公司合计计提资产减值及信用减值共 52.3 亿，除澳优商誉以外，计提存货跌价损失 12.3 亿、固定资产减值及工程物资减值 3.7 亿、康益佳商誉减值 0.4 亿。
- 2025Q1 公司营收增速转正，显示乳品需求复苏有所加速，另外，公司去年进行的去库、低库存策略亦起到帮助。品类看，液体乳实现收入 196.4 亿，同比下降 3.1%，奶粉实现收入 88.1 亿，同比增 18.7%，冷饮收入 41 亿同比下降 5.3%，其他产品收入 1.8 亿，同比下降 7.2%。成本红利及奶粉业务占比提升，使 25Q1 毛利率同比上升 1.8pcts；同时，报告期维持控费力度，期间费用率同比下降 1.98pcts，主要由于销售费用率同比下降 1.53pcts 及管理费用率同比下降 0.7pct。扣非后公司净利润增速转正，主要由于 24Q1 公司转让昌吉盛新实业 95%股权，获得投资收益 26.5 亿，25Q1 一次性收益影响消除。
- 全年来看，减值后公司将轻装上阵，目前原奶价格仍维持低位，成本红利仍在，我们预计随着消费信心修复，乳品需求也将逐步改善，通过维

护产业链健康和渠道价盘稳定，叠加提升费用投放效率，低基数下全年业绩有望逐步改善。预计 2025-2027 年将分别实现净利润 107 亿、121.8 亿和 134 亿，分别同比增 26.7%、13.8%和 10%，EPS 分别为 1.68 元、1.91 元和 2.11 元，当前股价对应 PE 分别为 17 倍、15 倍和 14 倍，维持“买进”的投资建议。

■ 风险提示：终端动销不及预期，成本增长超预期，费用投入超预期

-----续下页-----

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	9431	10429	8453	10706	12178	13405
同比增减	%	8.34	10.58	-18.94	26.65	13.76	10.08
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.48	1.64	1.33	1.68	1.91	2.11
同比增减	%	3.50	10.81	-18.90	26.45	13.76	10.08
市盈率(P/E)	X	19	18	22	17	15	14
股利 (DPS)	RMB 元	1.04	1.20	1.22	1.21	1.38	1.52
股息率 (Yield)	%	3.61	4.17	4.24	4.21	4.78	5.27

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	123171	126179	115780	119014	126641	135900
经营成本	83119	84789	76299	78231	83055	89143
营业税金及附加	742	733	733	759	808	867
销售费用	22908	22572	21982	22804	24130	25588
管理费用	5343	5154	4465	4437	4785	5135
财务费用	-255	-153	-592	-716	-762	-818
资产减值损失	-792	-1526	-4676	-819	-586	-598
投资收益	244	-31	2417	103	683	793
营业利润	10860	11873	10182	12656	14567	15932
营业外收入	61	230	78	103	118	132
营业外支出	291	382	133	148	264	231
利润总额	10630	11721	10127	12611	14421	15833
所得税	1312	1437	1663	1837	2163	2341
少数股东损益	-113	-144	11	68	80	87
归属于母公司所有者的净利润	9431	10429	8453	10706	12178	13405

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	33853	43372	25404	23024	23657	26375
应收账款	3088	3085	2878	3166	3483	3831
存货	14836	12512	10745	11282	11846	12438
流动资产合计	61463	69355	66619	68618	72049	80118
长期股权投资	4563	4408	3992	4192	4401	4621
固定资产	33735	35242	34619	37734	41319	45451
在建工程	3443	4337	2955	2867	2838	2866
非流动资产合计	69502	82265	87099	90147	91950	92410
资产总计	130965	151620	153718	158765	163999	172528
流动负债合计	62170	76860	89925	91732	93447	98255
非流动负债合计	14653	17440	6786	6989	7059	6989
负债合计	76822	94300	96710	98721	100507	105243
少数股东权益	3875	3781	3828	3866	3905	3944
股东权益合计	50268	53539	53180	56178	59588	63341
负债及股东权益合计	130965	151620	153718	158765	163999	172528

附三：合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	13420	18290	21740	21423	23429	25821
投资活动产生的现金流量净额	-19514	-16044	-32709	-15472	-13931	-13590
筹资活动产生的现金流量净额	8781	7258	-7278	-8331	-8865	-9513
现金及现金等价物净增加额	2108	9624	-18266	-2380	633	2718

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；①持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；②。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。