

伊利股份 (600887.SH)

Q1 迎开门红，盈利目标积极

公司 24Q4 公司收入同比-7.07%，归母净利润受资产减值损失影响亏损，24 年分红率 91.4%显著提升，25 年公司计划实现营业总收入 1190 亿元，利润总额 126 亿元，分别同比+2.8%、+24.4%，剔除计提澳优资产减值损失和卖矿收益的影响，利润总额预计同比+16%，目标积极。25Q1 收入/归母净利润/扣非归母净利润 330.2/48.7/46.3 亿元，分别同比+1.35%/-17.71%/+24.19%，收入、扣非利润均超预期。25 年乳制品行业上游供给侧牧场加速去化，需求端政策预期增强，行业供需改善趋势确定。伊利 24 年一次性计提澳优资产减值损失，报表清理包袱，业务轻装上阵，有望实现超预期增长。

□ 24Q4 公司收入同比-7.07%，归母净利润受资产减值损失影响亏损，24 年分红率提升，25 年目标积极。2024 年收入/归母净利润/扣非归母净利润 1157.8/84.5/60.1 亿元，同比-8.24%/-18.94%/-40.0%，单 Q4 收入 267.4 亿，同比-7.07%，归母净利润-24.2 亿，亏损主要系公司 Q4 一次性计提资产减值损失近 40 亿所致，剔除该因素影响 Q4 净利润同比-24.2%。Q4 现金回款 292.44 亿，表现好于收入，经营性现金流净额 78.70 亿，同比+19.6%，合同负债 57.7 亿，同比+12.9%。2024 年公司现金分红 77.26 亿元，分红比例提升至 91.4%。2025 年公司计划实现营业总收入 1190 亿元，利润总额 126 亿元，分别同比+2.8%、+24.4%，剔除计提澳优资产减值损失和卖矿收益的影响，利润总额预计同比+16%，目标积极。

□ 液奶销量下滑为主，婴配奶高个位数增长。分品类看，2024 年液态奶收入 750.03 亿，同比-12.32%，销量、价格、结构分别贡献-7.1%、-3.8%、-1.1%，白奶、乳饮料表现好于常温酸，其中金典表现好于母品牌，安慕希仍然下滑。奶粉及奶制品收入 296.75 亿元，同比+7.53%，销量、价格、结构分别贡献+8.2%、-3.3%、+2.7%，婴幼儿奶粉高个位数增长、成人奶粉有增长表现仍快于行业，奶酪高个位数增长。冷饮收入 106.9 亿元，同比+11.7%，销量、价格、结构分别贡献-18.3%、+2.8%、-3.0%。

□ 原奶成本下降利好毛利率，剔除一次性影响盈利能力提升。2024 年公司毛利率 33.9%，同比+1.3pcts，其中液态奶毛利率同比+0.61pct，主要受益成本下降，单吨材料成本下降 8.27%。24 年销售费用率/管理费用率分别同比+1.1/-0.2pct，销售费用中薪酬和广告费用绝对额都有所下降。其中 24Q4 毛利率 31.0%，同比-0.74pct，销售费用率/管理费用率分别同比-0.61/-0.36pct。24 年归母净利率 7.3%，同比-1.0pct，24 年公司对澳优进行一次商誉减值计提 30 亿，拖累净利率，剔除资产减值损失及年初一次性投资收益影响，公司利润率提升 0.7pct，Q4 剔除资产减值损失测算，净利率同比下降 1.3pct。

□ 25Q1 收入转正，扣非利润表现好于预期。25Q1 收入/归母净利润/扣非归母净利润 330.2/48.7/46.3 亿元，分别同比+1.35%/-17.71%/+24.19%，收入、扣非利润均超预期。液态奶/奶粉及奶制品/冷饮分别同比-3.1%/+18.6%/-5.3%，Q1 节假日旺季需求改善，液奶 3 月同比转正，婴幼

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料

目标股价: 35.80 元

当前股价: 29.76 元

基础数据

总股本 (百万股)	6366
已上市流通股 (百万股)	6334
总市值 (十亿元)	189.4
流通市值 (十亿元)	188.5
每股净资产 (MRQ)	9.2
ROE (TTM)	12.7
资产负债率	59.8%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	10.23%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《伊利股份 (600887) — 液态奶环比改善，利润增长超预期》2024-10-31
- 《伊利股份 (600887) — 液态奶控货调整，期待 H2 环比改善》2024-08-31
- 《伊利股份 (600887) — 重视各方利益，淡季调整蓄势》2024-05-21

任龙

S1090522090003

renlong1@cmschina.com.cn

儿奶粉、奶酪均实现双位数增长，成人粉高个位数增长。25Q1 公司毛利率 37.8%，同比+1.8pcts，销售费用率/管理费用率分别同比-1.5/-0.7pct，归母净利率 14.8%，同比-3.4pcts，扣非净利率 14.0%，同比+2.6pcts，盈利能力进一步改善。

- **投资建议：Q1 迎开门红，盈利目标积极，维持“强烈推荐”评级。**公司 24Q4 公司收入同比-7.07%，归母净利润受资产减值损失影响亏损，24 年分红率 91.4%显著提升，2025 年公司计划实现营业总收入 1190 亿元，利润总额 126 亿元，分别同比+2.8%、+24.4%，剔除计提澳优资产减值损失和卖矿收益的影响，利润总额预计同比+16%，目标积极。25Q1 收入/归母净利润/扣非归母净利润 330.2/48.7/46.3 亿元，分别同比+1.35%/-17.71%/+24.19%，收入、扣非利润均超预期。25 年乳制品行业上游供给侧牧场加速去化，需求端政策预期增强，行业供需改善趋势确定。伊利 24 年一次性计提澳优资产减值损失，报表清理包袱，业务轻装上阵，有望实现超预期增长。我们给予 25-26 年 EPS 预测为 1.79、2.03 元，对应 25 年估值 16.6 倍 PE，目标估值 20X，对应市值 2278 亿，维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：需求下行、成本波动、行业竞争阶段性加剧等**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	126179	115780	121014	126114	136203
同比增长	2.4%	-8.2%	4.5%	4.2%	8.0%
营业利润(百万元)	11873	10182	14542	16516	18615
同比增长	9.3%	-14.2%	42.8%	13.6%	12.7%
归母净利润(百万元)	10429	8453	11391	12938	14583
同比增长	10.6%	-18.9%	34.8%	13.6%	12.7%
每股收益(元)	1.64	1.33	1.79	2.03	2.29
PE	18.2	22.4	16.6	14.6	13.0
PB	3.5	3.6	3.3	3.1	2.9

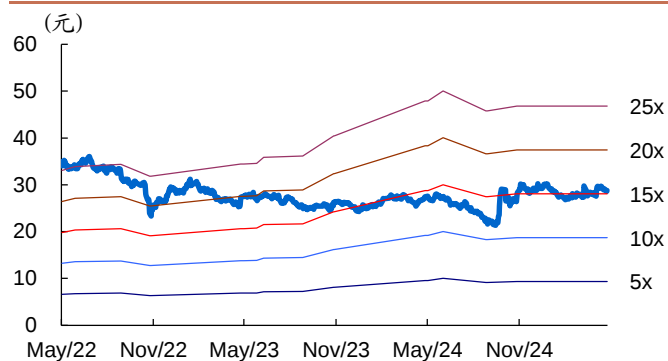
资料来源：公司数据、招商证券

伊利股份单季度利润表

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23FY	24FY
一、营业总收入	32757	31207	28775	32577	27338	29125	26740	33018	126179	115780
二、营业总成本	29514	28078	26925	28373	24906	25583	24896	27511	113944	103757
其中: 营业成本	22034	21039	19643	20844	18087	18917	18451	20531	84789	76299
营业税金及附加	208	156	206	181	181	163	207	189	733	733
营业费用	5911	5578	5374	6010	5619	5523	4830	5588	22572	21982
管理费用	1254	1222	1276	1455	891	1030	1089	1245	5154	4465
研发费用	194	209	298	145	196	215	314	191	850	870
财务费用	-87	-127	128	-262	-69	-264	4	-233	-153	-592
资产减值损失	-342	-83	-1028	-40	-464	-183	-3990	-71	-1526	-4676
三、其他经营收益	-114	680	-1113	2698	-587	214	-4166	231	-362	-1840
公允价值变动收益	-6	556	-329	-60	-29	82	-21	12	278	-28
投资收益	17	45	-68	2579	49	31	-242	-1	-31	2417
其他收益	245	238	407	233	294	208	282	277	1098	1016
四、营业利润	3129	3809	737	6902	1845	3756	-2321	5739	11873	10182
加: 营业外收入	22	10	116	56	5	10	6	35	230	78
减: 营业外支出	28	286	50	35	17	18	62	20	382	133
五、利润总额	3123	3533	803	6924	1833	3747	-2377	5754	11721	10127
减: 所得税	425	478	-111	969	215	424	56	808	1437	1663
六、净利润	2698	3056	914	5955	1618	3324	-2433	4945	10284	8464
减: 少数股东损益	7	-19	-134	32	10	-14	-17	71	-144	11
七、归属母公司净利润	2690	3075	1048	5923	1608	3337	-2416	4874	10429	8453
EPS	0.42	0.48	0.16	0.93	0.25	0.52	-0.38	0.77	1.64	1.33
主要比率										
毛利率	32.7%	32.6%	31.7%	36.0%	33.8%	35.0%	31.0%	37.8%	32.8%	34.1%
主营税金率	0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费率	18.0%	17.9%	18.7%	18.4%	20.6%	19.0%	18.1%	16.9%	17.9%	19.0%
管理费率	3.8%	3.9%	4.4%	4.5%	3.3%	3.5%	4.1%	3.8%	4.1%	3.9%
营业利润率	9.6%	12.2%	2.6%	21.2%	6.7%	-0.9%	-8.7%	17.4%	9.4%	8.8%
实际税率	13.6%	13.5%	-13.8%	14.0%	11.7%	12.9%	-2.4%	14.1%	12.3%	16.4%
净利率	8.2%	9.9%	3.6%	18.2%	5.9%	11.3%	-9.0%	14.8%	8.3%	7.3%
YoY										
收入增长率	1.1%	2.7%	-1.8%	-2.6%	-16.5%	-6.7%	-7.1%	1.4%	2.4%	-8.24%
营业利润增长率	0.4%	70.9%	-43.6%	64.4%	-41.0%	-1.4%	-414.8%	-16.9%	9.3%	-14.2%
净利润增长率	2.9%	59.4%	-23.5%	63.8%	-40.2%	8.5%	-330.4%	-17.7%	10.6%	-18.9%

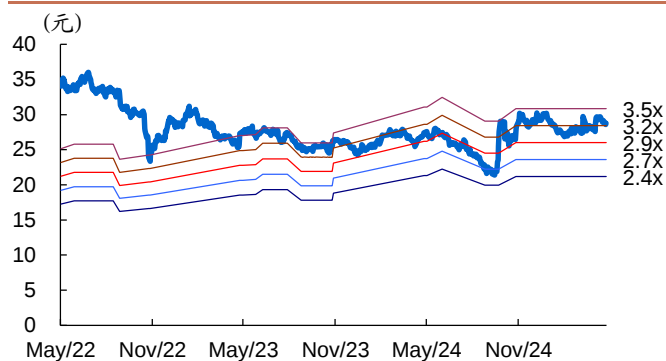
资料来源: 公司报表

图 1: 伊利股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 伊利股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《伊利股份（600887）—液态奶环比改善，利润增长超预期》2024-10-31
- 2、《伊利股份（600887）—液态奶控货调整，期待 H2 环比改善》2024-08-31
- 3、《伊利股份（600887）—重视各方利益，淡季调整蓄势》2024-05-21

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	69355	66619	66264	72136	60075
现金	43372	25404	23262	27393	11752
交易性投资	103	7	7	7	7
应收票据	220	251	262	273	295
应收款项	3085	2878	3009	3135	3386
其它应收款	195	126	131	137	148
存货	12512	10745	11161	11569	12494
其他	9869	27209	28431	29623	31993
非流动资产	82265	87099	86632	86191	85773
长期股权投资	4408	3992	3992	3992	3992
固定资产	35242	34619	34599	34582	34567
无形资产商誉	11548	8863	8420	7999	7599
其他	31066	39625	39621	39618	39616
资产总计	151620	153718	152896	158327	145848
流动负债	76860	89925	85463	86854	69897
短期借款	39755	36355	39700	39700	19584
应付账款	14840	13282	13797	14301	15445
预收账款	11343	12073	12541	12999	14039
其他	10922	28215	19424	19854	20829
长期负债	17440	6786	6786	6786	6786
长期借款	11705	4687	4687	4687	4687
其他	5735	2099	2099	2099	2099
负债合计	94300	96710	92249	93640	76683
股本	6366	6366	6366	6366	6366
资本公积金	13030	12454	12454	12454	12454
留存收益	34143	34360	37985	42009	46468
少数股东权益	3781	3828	3842	3859	3878
归属于母公司所有者权益	53539	53180	56805	60829	65288
负债及权益合计	151620	153718	152896	158327	145848

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18290	21740	13812	15265	16958
净利润	10284	8464	11406	12955	14602
折旧摊销	4280	4465	4466	4441	4418
财务费用	(153)	(592)	(533)	(615)	(477)
投资收益	31	(2417)	(1164)	(1164)	(1164)
营运资金变动	3932	12183	(364)	(351)	(420)
其它	(84)	(363)	0	0	0
投资活动现金流	(16044)	(32709)	(2836)	(2836)	(2836)
资本支出	(6956)	(3978)	(4000)	(4000)	(4000)
其他投资	(9089)	(28731)	1164	1164	1164
筹资活动现金流	7258	(7278)	(13118)	(8299)	(29763)
借款变动	13592	3970	(5884)	0	(20116)
普通股增加	(33)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(130)	(577)	0	0	0
股利分配	(6655)	(7639)	(7766)	(8914)	(10125)
其他	485	(3032)	533	615	477
现金净增加额	9504	(18248)	(2142)	4130	(15640)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126179	115780	121014	126114	136203
营业成本	84789	76299	79258	82152	88724
营业税金及附加	733	733	766	798	862
营业费用	22572	21982	21701	21764	22546
管理费用	5154	4465	4425	4611	4980
研发费用	850	870	788	822	887
财务费用	(153)	(592)	(533)	(615)	(477)
资产减值损失	(1686)	(5231)	(1231)	(1231)	(1231)
公允价值变动收益	278	(28)	(28)	(28)	(28)
其他收益	1098	1016	1016	1016	1016
投资收益	(52)	2402	176	176	176
营业利润	11873	10182	14542	16516	18615
营业外收入	230	78	78	78	78
营业外支出	382	133	133	133	133
利润总额	11721	10127	14487	16461	18560
所得税	1437	1663	3081	3506	3958
少数股东损益	(144)	11	15	17	19
归属于母公司净利润	10429	8453	11391	12938	14583

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2.4%	-8.2%	4.5%	4.2%	8.0%
营业利润	9.3%	-14.2%	42.8%	13.6%	12.7%
归母净利润	10.6%	-18.9%	34.8%	13.6%	12.7%
获利能力					
毛利率	32.8%	34.1%	34.5%	34.9%	34.9%
净利率	8.3%	7.3%	9.4%	10.3%	10.7%
ROE	20.1%	15.8%	20.7%	22.0%	23.1%
ROIC	9.3%	7.0%	10.5%	11.4%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	62.2%	62.9%	60.3%	59.1%	52.6%
净负债比率	35.5%	32.7%	29.0%	28.0%	16.6%
流动比率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
存货周转率	6.2	6.6	7.2	7.2	7.4
应收账款周转率	38.5	36.0	37.8	37.8	38.4
应付账款周转率	5.4	5.4	5.9	5.8	6.0
每股资料(元)					
EPS	1.64	1.33	1.79	2.03	2.29
每股经营净现金	2.87	3.42	2.17	2.40	2.66
每股净资产	8.41	8.35	8.92	9.56	10.26
每股股利	1.20	1.22	1.40	1.59	1.79
估值比率					
PE	18.2	22.4	16.6	14.6	13.0
PB	3.5	3.6	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	13.1	15.0	11.0	10.0	9.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。