

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

买入 (维持)

2025 年 05 月 03 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书: S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

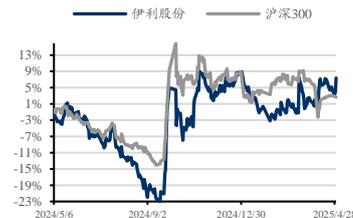
盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	126,179	115,780	120,904	126,341	132,025
同比 (%)	2.44	(8.24)	4.43	4.50	4.50
归母净利润 (百万元)	10,429	8,453	11,114	12,134	12,823
同比 (%)	10.58	(18.94)	31.48	9.18	5.68
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.64	1.33	1.75	1.91	2.01
P/E (现价&最新摊薄)	18.17	22.41	17.05	15.61	14.77

关键词: #业绩超预期

投资要点

- **公司发布 2024 年报及 2025 年一季报:** 2024 年公司实现营业总收入 1157.8 亿元, 同比-8.2%; 实现归母净利润 84.5 亿元, 同比-19%; 实现扣非归母净利润 60.11 亿元, 同比-40%。25Q1 公司实现营业总收入 330.2 亿元, 同比+1.4%; 实现归母净利润 48.7 亿元, 同比-17.7%; 实现扣非归母净利润 46.3 亿元, 同比+24.2%。24 年业绩符合预期, 25Q1 业绩超预期。
- **25Q1 液奶降幅收窄, 奶粉表现亮眼。** 24 年/25Q1 液体乳收入同比-12%/ -3%, 24 年液奶量价分别同比-7.9%/-4.8%, 行业需求疲软、竞争加剧致量价均承压, 我们预计 25Q1 量价降幅均较 24 年收窄。液奶结构上看, 预计 24 年白奶和乳饮料表现好于安慕希, 金典表现好于基础白, 产品结构优化; 25Q1 公司推出臻浓礼盒等质价比产品, 预计 25Q1 基础白表现好于金典。24 年/25Q1 奶粉及奶制品同比+7.5%/+18.6%, 低基数下 25Q1 奶粉表现亮眼。
- **成本红利+产品结构优化, 毛利率显著改善。** 24 年/25Q1 公司毛利率分别同比+1.3/+1.88pct, 其中 24 年液奶/奶粉/冷饮毛利率分别同比+0.6/+2.9/-1.03pct。25Q1 毛利率提升预计主因原奶价格下行致成本红利释放, 次因公司于 24Q4 前置了新鲜度处理费用后 25Q1 搭赠减促减少。此外高毛利的奶粉占比提升同样提振 24 年和 25Q1 毛利率。
- **24 年澳优减值落地轻装上阵, 25Q1 费投优化超预期。** 24 年/25Q1 销售费用率同比+1.1/-1.55pct, 行业供大于求、竞争加剧致 24 年费投力度加大, 25Q1 费投优化主因 24Q4 费投前置。24 年公司计提资产减值损失 46.8 亿元, 同比+206%; 其中存货减值 12.3 亿元, 预计大包粉减值同比增加; 因澳优经营不及预期, 计提商誉减值 30.8 亿元。综合来看, 24 年/25Q1 扣非归母净利率同比-2.8/+2.6pct, 25Q1 净利率提升超预期。
- **注重股东回报, 渠道策略理性。** 24 年公司分红率 91.4%, 较 23 年 73.25% 分红率提升显著, 分红额同比略有提升, 公司股东回报优异。考虑到消费力仍处于复苏阶段, 公司 25 年业务策略理性, 当前公司渠道库存良性, 未来随着行业供需改善, 公司业绩有望持续改善。
- **盈利预测与投资评级:** 行业需求疲软, 公司坚持理性渠道策略, 下调公司 25-26 年收入预期为 1209/1263 亿元 (此前预期为 1260/1307 亿元), 并新增 27 年预期为 1320 亿元, 25-27 年同比+4.4%/+4.5%/+4.5%; 调整 25-26 年归母净利润预期为 111/121 亿元 (此前预期为 114/119 亿元), 并新增 27 年预期为 128 亿元, 25-27 年同比+31%/+9%/+6%, 对应 25-27 年 PE 分别为 17/16/15x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨, 行业竞争加剧, 需求不及预期, 食品安全问题, 减值损失扰动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.76
一年最低/最高价	21.13/31.96
市净率(倍)	3.25
流通 A 股市值(百万元)	188,513.82
总市值(百万元)	189,449.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.16
资产负债率(% ,LF)	59.76
总股本(百万股)	6,365.90
流通 A 股(百万股)	6,334.47

相关研究

《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

《伊利股份(600887): 2024 年中报业绩点评: 主动去库致短期承压, 24H2 有望轻装上阵》

2024-09-01

伊利股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	66,619	79,250	87,596	96,176	营业总收入	115,780	120,904	126,341	132,025
货币资金及交易性金融资产	25,410	30,351	38,421	46,553	营业成本(含金融类)	76,299	79,569	83,125	87,001
经营性应收款项	4,305	3,070	3,076	3,098	税金及附加	733	771	806	842
存货	10,745	10,411	10,575	10,894	销售费用	21,982	22,221	23,095	24,002
合同资产	0	0	0	0	管理费用	4,465	4,579	4,785	5,000
其他流动资产	26,159	35,417	35,524	35,631	研发费用	870	904	944	987
非流动资产	87,099	80,679	76,471	72,218	财务费用	(592)	(173)	(170)	(191)
长期股权投资	3,992	4,042	4,092	4,142	加:其他收益	1,016	1,060	1,108	1,158
固定资产及使用权资产	35,038	31,007	26,913	22,761	投资净收益	2,417	(60)	50	66
在建工程	2,955	2,705	2,479	2,276	公允价值变动	(28)	60	50	50
无形资产	4,780	4,681	4,571	4,452	减值损失	(5,231)	(850)	(510)	(390)
商誉	2,337	2,437	2,537	2,637	资产处置收益	(15)	(24)	(25)	(26)
长期待摊费用	19	20	21	22	营业利润	10,182	13,218	14,430	15,241
其他非流动资产	37,978	35,788	35,858	35,928	营业外净收支	(55)	(130)	(140)	(140)
资产总计	153,718	159,929	164,067	168,394	利润总额	10,127	13,088	14,290	15,101
流动负债	89,925	92,460	92,736	92,993	减:所得税	1,663	1,963	2,144	2,265
短期借款及一年内到期的非流动负债	45,584	47,253	47,353	47,453	净利润	8,464	11,125	12,147	12,836
经营性应付款项	13,282	13,814	14,431	15,104	减:少数股东损益	11	11	12	13
合同负债	12,073	12,051	11,333	10,527	归属母公司净利润	8,453	11,114	12,134	12,823
其他流动负债	18,985	19,343	19,619	19,909	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.33	1.75	1.91	2.01
非流动负债	6,786	6,970	7,180	7,390	EBIT	10,665	12,916	14,120	14,910
长期借款	4,687	4,787	4,887	4,987	EBITDA	15,276	17,626	18,877	19,713
应付债券	0	100	200	300	毛利率(%)	33.88	33.97	33.99	33.88
租赁负债	263	273	283	293	归母净利率(%)	7.33	9.22	9.64	9.74
其他非流动负债	1,836	1,810	1,810	1,810	收入增长率(%)	(8.24)	4.43	4.50	4.50
负债合计	96,710	99,430	99,916	100,383	归母净利润增长率(%)	(18.94)	31.48	9.18	5.68
归属母公司股东权益	53,180	56,660	60,300	64,147					
少数股东权益	3,828	3,839	3,851	3,864					
所有者权益合计	57,008	60,499	64,151	68,011					
负债和股东权益	153,718	159,929	164,067	168,394					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	21,740	19,178	17,659	18,194	每股净资产(元)	8.35	8.90	9.47	10.08
投资活动现金流	(32,709)	(7,784)	(705)	(691)	最新发行在外股份(百万股)	6,366	6,366	6,366	6,366
筹资活动现金流	(7,278)	(6,526)	(8,933)	(9,421)	ROIC(%)	8.01	9.96	10.45	10.65
现金净增加额	(18,266)	4,882	8,021	8,083	ROE-摊薄(%)	15.89	19.62	20.12	19.99
折旧和摊销	4,612	4,710	4,758	4,803	资产负债率(%)	62.91	62.17	60.90	59.61
资本开支	(3,842)	(624)	(635)	(636)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.41	17.05	15.61	14.77
营运资本变动	5,102	1,471	(619)	(690)	P/B(现价)	3.56	3.34	3.14	2.95

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。

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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>