

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

伊利股份(600887)

投资评级 买入

上次评级 买入

赵雷 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500524100003

邮箱: zhaolei@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座

邮编: 100031

Q1 业绩亮眼，期待持续改善

2025年5月4日

事件：公司公布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现营业收入 1157.80 亿元，同比-8.24%；实现归母净利润 84.53 亿元，同比-18.94%；实现扣非归母净利润 60.11 亿元，同比-40.04%。其中，24Q4 公司实现营业收入 267.40 亿元，同比-7.07%；实现归母净利润-24.16 亿元，同比-330.40%；实现扣非归母净利润-24.98 亿元，同比-258.82%。25Q1，公司实现营业收入 330.18 亿元，同比+1.35%；实现归母净利润 48.74 亿元，同比-17.71%；实现扣非归母净利润 46.29 亿元，同比+24.19%。

点评：

- **24Q4 延续先前趋势，利润受减值影响亏损。**分品类看，24Q4 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品系列分别录得收入 174.79 亿元、83.45 亿元和 3.77 亿元，同比-13.08%、+8.72%和+23.67%。液体乳受乳制品需求影响，延续先前季度的同比下跌趋势，而奶粉则受益于 24 年出生人口回升，延续先前季度的同比提升趋势。24Q4 公司录得毛利率 31.00%，同比-0.74pct，我们推测系规模效应下降和产品售价下降所导致。费用率端呈收缩趋势，销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率同比分别-0.62pct、-0.36pct、+0.14pct 和-0.42pct。此外，24Q4 资产减值损失/收入同比-11.35pct，主要系澳优商誉减值及大包粉等存货减值损失。若剔除澳优商誉减值影响，24Q4 营业利润率为 2.68%，同比+0.12pct。因此，公司单季度录得归母净利润亏损。
- **25Q1 收入同比回正，毛销差提升，扣非净利润实现高增。**分品类看，25Q1 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品系列分别录得收入 196.40 亿元、88.13 亿元和 41.05 亿元，同比-3.06%、+18.65%和-5.26%。一方面，液体乳同比跌幅显著收窄；另一方面，奶粉收入的增长带动整体收入同比回正。25Q1 毛利率为 37.82%，同比+1.80pct，我们认为主要系高毛利的奶粉在收入中占比提升叠加原奶成本持续下降所致。费用端看，公司持续降本增效，销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率同比分别-1.53pct、-0.70pct、+0.13pct 和+0.10pct。投资净收益/收入同比-7.92pct，主要系 24 年同期公司出售昌吉盛新股权。剔除此影响，公司营业利润率同比+4.11pct。因此，公司 25Q1 扣非净利润实现高增。
- **奶粉进入收获期，分红与业绩目标积极。**公司第二增长曲线奶粉业务逆势增长，整体销量稳居全国第一。其中，金领冠婴配粉实现双位数增长，头部品牌中增速最快；成人奶粉营收稳居行业第一，市场份额持续扩大；羊奶粉销量及销售额全球第一。同时，公司前瞻布局创新，24 年新品收入占比超 15%。25 年，公司将进一步加码功能性营养和乳制品深加工布局，抢占产业价值高地。公司 24 年计划分红 77.26 亿元，分红比例达 91.4%，股息率对应最新收盘价为 4.08%。此外，公司计划 2025 年实现总营收 1190 亿元，利润总额 126 亿元。

- **盈利预测与投资评级：轻装上阵，期待业绩持续改善。**经历 24 年行业

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

低谷，公司主动进行渠道调整，积极把握经营机遇，25Q1 已初步展现转机。供给端看，我们认为行业奶牛去化目前已进入尾声；需求端看，功能性和结构性的需求有望逐步推动乳制品需求回暖。同时，公司积极降本增效，业绩也有望迎来修复。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 1.67/1.83/1.99 元，分别对应 2025-2027 年 18X/16X/15X PE，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：食品安全问题，行业竞争加剧**

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	126,179	115,780	119,202	123,453	128,530
增长率 YoY %	2.4%	-8.2%	3.0%	3.6%	4.1%
归母净利润(百万元)	10,429	8,453	10,643	11,623	12,637
增长率 YoY%	10.6%	-18.9%	25.9%	9.2%	8.7%
毛利率%	32.8%	34.1%	34.4%	34.3%	34.1%
净资产收益率ROE%	19.5%	15.9%	16.6%	15.3%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	1.64	1.33	1.67	1.83	1.99
市盈率 P/E(倍)	16.31	22.69	17.80	16.30	14.99
市净率 P/B(倍)	3.18	3.61	2.95	2.49	2.13

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	69,355	66,619	70,776	76,796	80,321
货币资金	43,372	25,404	30,040	35,041	37,510
应收票据	220	251	258	267	278
应收账款	3,085	2,878	3,103	3,213	3,345
预付账款	1,480	1,176	1,172	1,217	1,270
存货	12,512	10,745	10,033	10,880	11,731
其他	8,687	26,165	26,171	26,178	26,186
非流动资产	82,265	87,099	85,235	85,273	85,826
长期股权投资	4,408	3,992	3,992	3,992	3,992
固定资产(合计)	35,242	34,619	33,403	33,681	34,390
无形资产	4,729	4,780	4,880	4,980	5,080
其他	37,885	43,708	42,960	42,620	42,364
资产总计	151,620	153,718	156,011	162,069	166,147
流动负债	76,860	89,925	81,025	75,147	66,375
短期借款	39,755	36,355	27,398	20,268	10,000
应付票据	1,041	969	963	1,000	1,044
应付账款	13,799	12,313	12,845	13,336	13,923
其他	22,265	40,288	39,818	40,542	41,408
非流动负债	17,440	6,786	6,886	6,986	7,086
长期借款	11,705	4,687	4,787	4,887	4,987
其他	5,735	2,099	2,099	2,099	2,099
负债合计	94,300	96,710	87,911	82,133	73,461
少数股东权益	3,781	3,828	3,838	3,850	3,863
归属母公司股东	53,539	53,180	64,263	76,086	88,823
负债和股东权益	151,620	153,718	156,011	162,069	166,147

重要财务指标					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126,179	115,780	119,202	123,453	128,530
同比(%)	2.4%	-8.2%	3.0%	3.6%	4.1%
归母净利润	10,429	8,453	10,643	11,623	12,637
同比(%)	10.6%	-18.9%	25.9%	9.2%	8.7%
毛利率(%)	32.8%	34.1%	34.4%	34.3%	34.1%
ROE(%)	19.5%	15.9%	16.6%	15.3%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	1.64	1.33	1.67	1.83	1.99
P/E	16.31	22.69	17.80	16.30	14.99
P/B	3.18	3.61	2.95	2.49	2.13
EV/EBITDA	11.37	14.22	11.13	9.74	8.51

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	126,179	115,780	119,202	123,453	128,530
营业成本	84,789	76,299	78,142	81,129	84,699
营业税金及附加	733	733	715	741	771
销售费用	22,572	21,982	21,933	22,468	23,264
管理费用	5,154	4,465	4,768	4,815	4,884
研发费用	850	870	894	926	964
财务费用	-153	-592	-221	-444	-906
减值损失合计	-1,526	-4,676	-1,090	-890	-790
投资净收益	-31	2,417	12	25	39
其他	1,195	418	661	886	1,031
营业利润	11,873	10,182	12,553	13,840	15,133
营业外收支	-152	-55	-20	-151	-251
利润总额	11,721	10,127	12,533	13,688	14,882
所得税	1,437	1,663	1,880	2,053	2,232
净利润	10,284	8,464	10,653	11,635	12,650
少数股东损益	-144	11	11	12	13
归母净利润	10,429	8,453	10,643	11,623	12,637
EBITDA	16,229	15,276	18,075	19,405	20,721
EPS(当年)(元)	1.64	1.33	1.67	1.83	1.99

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18,290	21,740	18,937	19,716	21,148
净利润	10,284	8,464	10,653	11,635	12,650
折旧摊销	4,431	4,612	5,773	6,172	6,757
财务费用	2,225	1,026	1,587	1,356	995
投资损失	-2	31	-2,417	-12	-25
营运资金变动	-90	5,102	-563	-665	-356
其它	1,409	4,953	1,498	1,242	1,142
投资活动现金流	-16,044	-32,709	-3,897	-6,329	-7,516
资本支出	-6,893	-3,842	-3,908	-6,351	-7,551
长期投资	-9,331	-29,01	-1	-2	-3
其他	179	146	12	25	39
筹资活动现金流	7,258	-7,278	-10,403	-8,386	-11,16
吸收投资	162	0	40	0	0
借款	15,363	-10,41	-8,856	-7,030	-10,16
支付利息或股息	-8,416	-9,092	-1,587	-1,356	-995
现金净增加额	9,624	-18,26	4,636	5,001	2,469

研究团队简介

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，美国康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、饮料（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深度研究百润股份）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。