

伊利股份 (600887.SH) 减值落地轻装上阵，盈利能力稳步提升

2025年05月05日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
张宇光（分析师）
张思敏（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

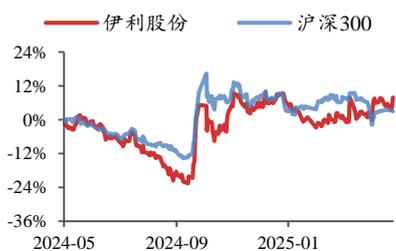
zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790123070080

日期	2025/4/30
当前股价(元)	29.76
一年最高最低(元)	31.96/21.13
总市值(亿元)	1,894.49
流通市值(亿元)	1,885.14
总股本(亿股)	63.66
流通股本(亿股)	63.34
近3个月换手率(%)	48.02

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024Q3 利润超预期，盈利能力有望稳步提升——公司信息更新报告》

-2024.11.3

《短期调整下业绩承压，期待下半年环比改善——公司信息更新报告》

-2024.8.31

● 2025Q1 收入稳健增长，盈利能力有望稳步提升

公司 2024 年实现收入 1157.8 亿元，同比-8.2%；归母净利 84.53 亿元，同比-18.9%，其中 2024Q4 收入 267.4 亿元，同比-7.0%；归母净利-24.16 亿元，同比-330.4%。2025Q1 收入 330.2 亿元，同比+1.5%；归母净利 48.74 亿元，同比-17.7%。同时，公司拟每股分红 1.22 元，分红率 92%，叠加回购金额共占归母净利润的 100.4%。考虑到终端需求仍较弱，我们下调 2025-2026 年归母净利润为 108.1、116.4（前值 115.6、126.0）亿元，新增 2027 年归母净利润为 124.1 亿元，EPS 为 1.70、1.83、1.95 元，当前股价对应 PE 为 17.5、16.3、15.3 倍。公司布局多元品类、完善渠道矩阵、夯实品牌力，盈利能力有望稳步提升，维持“买入”评级。

● 2024Q4 备货谨慎液奶承压，2025Q1 环比改善

2024Q4 公司液奶/奶粉/冷饮业务同比分别-13.1%/+8.7%/+23.7%，2025Q1 同比分别-3.1%/+18.6%/-5.3%。（1）液奶：春节备货期间，公司基于需求疲软的判断采取谨慎态度，液奶收入承压，但库存水平始终保持健康；2025Q1 液奶收入降幅环比收窄。2024 年公司液体乳仍稳居行业第一，其中常温奶持续市场份额第一，低温奶逆势增长。（2）奶粉：2024 年公司婴配粉市占率达 17.3%，成人粉市占率提升至 24%，稳居行业第一。（3）其他：冷饮连续 30 年位列第一，新品收入占比超 20%；奶酪业务把握消费趋势，2C 和 2B 业务均实现稳健增长。

● 2024Q4 盈利承压主因澳优商誉减值，2025Q1 扣非净利率明显提升

2024Q4 公司毛利率 30.8% (YoY-0.7pct)，费用率 23.4% (YoY-1.3pct)，归母净利率-9.1% (YoY-12.7pct)，主因计提澳优商誉减值 30.37 亿元导致资产减值损失大幅增加，对利润率的影响为 15%。2025Q1 毛利率 37.7% (YoY+1.9pct)，主因业务结构优化和原奶红利，销售/管理费用率分别同比-1.5pct/-0.7pct，费用投放效率持续提升。归母净利率 14.8% (YoY-3.4pct)，主因 2024Q1 出售资产影响下的高基数效应，扣非净利率为 14.0% (YoY+2.6pct) 明显提升。

● 未来轻装上阵，全年有望稳健增长

公司 2025 年经营目标为收入/利润总额分别实现 1190/126 亿元，同比分别+2.8%/+24.4%。展望全年，促消费政策及上游出清预计带动供需同步改善，收入端有望实现稳健增长。原奶成本继续触底叠加产品结构优化支撑毛利率提升，同时费用投放持续优化，盈利能力提升趋势明显；此外，澳优减值落地后公司轻装上阵，利润有望实现较大幅度增长。

● **风险提示：**宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	125,758	115,393	119,144	124,090	128,790
YOY(%)	2.5	-8.2	3.3	4.2	3.8
归母净利润(百万元)	10,429	8,453	10,810	11,639	12,410
YOY(%)	10.6	-18.9	27.9	7.7	6.6
毛利率(%)	32.6	33.9	34.0	34.1	34.2
净利率(%)	8.3	7.3	9.1	9.4	9.6
ROE(%)	17.9	14.8	16.0	14.7	13.5
EPS(摊薄/元)	1.64	1.33	1.70	1.83	1.95
P/E(倍)	18.2	22.4	17.5	16.3	15.3
P/B(倍)	3.5	3.6	3.0	2.5	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	69355	66619	75347	83739	102064
现金	43372	25404	31504	40870	56914
应收票据及应收账款	3305	3129	2822	3690	3085
其他应收款	195	126	205	139	218
预付账款	1480	1176	1566	1290	1675
存货	12512	10745	13210	11710	14133
其他流动资产	8492	26039	26039	26039	26039
非流动资产	82265	87099	85053	83276	81380
长期投资	4408	3992	3676	3359	3043
固定资产	36901	36365	34774	33322	31562
无形资产	4729	4780	5160	5607	6146
其他非流动资产	36227	41962	41444	40988	40630
资产总计	151620	153718	160400	167015	183445
流动负债	76860	89925	87018	83174	88382
短期借款	39755	36355	36355	36355	36355
应付票据及应付账款	14840	13282	15789	14484	16829
其他流动负债	22265	40288	34874	32335	35199
非流动负债	17440	6786	5551	4356	3151
长期借款	15247	4687	3452	2257	1052
其他非流动负债	2193	2099	2099	2099	2099
负债合计	94300	96710	92568	87530	91533
少数股东权益	3781	3828	3842	3857	3872
股本	6366	6366	6366	6366	6366
资本公积	13380	13211	13211	13211	13211
留存收益	34615	35429	38243	41215	44322
归属母公司股东权益	53539	53180	63990	75629	88039
负债和股东权益	151620	153718	160400	167015	183445

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18290	21740	16646	11982	18672
净利润	10284	8464	10824	11654	12426
折旧摊销	4280	4465	3605	3813	3962
财务费用	-153	-592	-259	-328	-359
投资损失	31	-2417	-200	-200	-200
营运资金变动	-222	5021	2458	-3070	2727
其他经营现金流	4070	6799	217	115	117
投资活动现金流	-16044	-32709	-1277	-1750	-1783
资本支出	6956	3978	1876	2352	2382
长期投资	-9292	-28848	316	316	316
其他投资现金流	203	117	283	285	283
筹资活动现金流	7258	-7278	-9268	-866	-846
短期借款	12955	-3400	0	0	0
长期借款	2466	-10560	-1235	-1195	-1205
普通股增加	-33	-0	0	0	0
资本公积增加	-855	-169	0	0	0
其他筹资现金流	-7275	6852	-8034	328	359
现金净增加额	9624	-18266	6100	9366	16044

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	125758	115393	119144	124090	128790
营业成本	84789	76299	78588	81756	84786
营业税金及附加	733	733	722	753	783
营业费用	22572	21982	21803	22709	23569
管理费用	5154	4465	4647	4840	5023
研发费用	850	870	953	993	1030
财务费用	-153	-592	-259	-328	-359
资产减值损失	-1526	-4676	-700	-500	-200
其他收益	1098	1016	900	900	900
公允价值变动收益	278	-28	100	100	100
投资净收益	-31	2417	200	200	200
资产处置收益	-21	-15	-17	-15	-17
营业利润	11873	10182	12872	13854	14742
营业外收入	230	78	107	119	133
营业外支出	382	133	245	263	256
利润总额	11721	10127	12734	13710	14619
所得税	1437	1663	1910	2057	2193
净利润	10284	8464	10824	11654	12426
少数股东损益	-144	11	14	15	16
归属母公司净利润	10429	8453	10810	11639	12410
EBITDA	18115	16342	18809	19722	20358
EPS(元)	1.64	1.33	1.70	1.83	1.95

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	2.5	-8.2	3.3	4.2	3.8
营业利润(%)	9.3	-14.2	26.4	7.6	6.4
归属于母公司净利润(%)	10.6	-18.9	27.9	7.7	6.6
获利能力					
毛利率(%)	32.6	33.9	34.0	34.1	34.2
净利率(%)	8.3	7.3	9.1	9.4	9.6
ROE(%)	17.9	14.8	16.0	14.7	13.5
ROIC(%)	10.9	9.5	12.2	11.7	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	62.2	62.9	57.7	52.4	49.9
净负债比率(%)	26.1	45.0	14.8	-0.7	-19.3
流动比率	0.9	0.7	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.6	0.3	0.4	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	40.7	38.7	42.7	40.7	40.7
应付账款周转率	5.7	5.8	5.7	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.64	1.33	1.70	1.83	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	2.87	3.42	2.61	1.88	2.93
每股净资产(最新摊薄)	8.41	8.35	10.05	11.88	13.83
估值比率					
P/E	18.2	22.4	17.5	16.3	15.3
P/B	3.5	3.6	3.0	2.5	2.2
EV/EBITDA	11.5	13.4	10.8	9.8	8.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn