

## 盈利弹性超预期

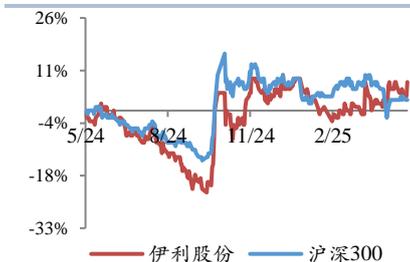
——伊利股份 24 年报及 25Q1 点评

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2025-05-05

收盘价 (元)	29.76
近 12 个月最高/最低 (元)	31.96/21.13
总股本 (百万股)	6,366
流通股本 (百万股)	6,334
流通股比例 (%)	99.51
总市值 (亿元)	1,894
流通市值 (亿元)	1,885

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 邓欣

执业证书号: S0010524010001

邮箱: dengxin@hazq.com

联系人: 郑少轩

执业证书号: S0010124040001

邮箱: zhengshaoxuan@hazq.com

### 相关报告

1. 伊利股份 24Q3: 渠道调整初见成效 2024-10-31

2. 聚焦长期, H2 有望环比改善 2024-09-01

### 主要观点:

#### ● 公司发布 2024 年报及 25Q1 季报:

- **25Q1:** 营收 330.18 亿元 (+1.4%), 归母净利润 48.74 亿元 (-17.7%), 扣非归母净利润 46.29 亿元 (+24.2%)。
- **24Q4:** 营收 267.4 亿元 (-7.1%), 归母净利润-24.16 亿元 (-330.4%), 扣非归母净利润-24.98 亿元 (-258.8%)。
- **24 年:** 营收 1157.80 亿元 (-8.2%), 归母净利润 84.53 亿元 (-18.9%), 扣非归母净利润 60.11 亿元 (-40.0%)。
- **25Q1 扣非业绩超市场预期。**

#### ● 收入: 液奶降幅收窄明显

- **25Q1:** 产品端, 液体乳/奶粉/冷饮营收分别同比-3.1%/+18.6%/-5.3%, 液奶降幅收窄明显, 随着 25Q2 迎来低基数, 有望恢复增长; 奶粉业务维持强势; 冷饮业务在库存去化下, 小幅下滑, 当前库存去化基本完成, 随着 Q2 旺季来临, 增速有望环比恢复。
- **24 年:** 产品端, 液体乳/奶粉/冷饮营收分别同比-12.3%/+7.5%/-18.4%, 液奶持续去化渠道库存, 为 25 年恢复增长奠定基础; 奶粉业务贡献全年主要增量, 婴配粉/成人粉均迎来高增。

#### ● 盈利: 成本红利+产品结构优化

- **25Q1:** 毛利率同比提升 1.9pct 至 37.7%, 主要源自原奶成本下降及高盈利奶粉业务占比提升。同期, 销售/管理/研发/财务费率分别同比-1.5pct/-0.7pct/+0.1pct/+0.1pct, 费用投放持续优化。由于 24Q1 出售煤矿, 导致投资净收益高基数, 受此影响, 归母净利率同比下降 3.4pct 至 14.8%。剔除此影响, 公司扣非归母净利率同比提升 2.6pct 至 14.0%。
- **24 年:** 毛利率同比提升 1.3pct 至 33.9%, 其中液体乳/奶粉/冷饮毛利率分别同比+0.6/+2.9/-1.0pct, 成本红利持续兑现。同期, 销售/管理/研发/财务费率分别同比+1.1/-0.2/+0.1/-0.4pct, 销售费率上升主因费投力度加大以去化渠道库存。综上, 公司归母净利率同比下降 0.96pct 至 7.3%。

#### ● 投资建议: 维持“买入”

#### ➤ 我们的观点:

经过 24 年渠道库存去化, 公司今年经营基础更加稳健, Q1 报表已有较好反馈, 随着 Q2 低基数来临, 公司业绩有望逐季修复, 全年

目标完成无虞。

**盈利预测：**考虑到渠道库存去化进度及公司费用管控能力，我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 1201.42/1250.29/1298.17 亿元（25-26 年原值为 1230.05/1282.48 亿元），同比增长 3.8%/4.1%/3.8%；实现归母净利润 111.53/121.83/130.91 亿元（25-26 年原值为 110.06/120.06 亿元），同比增长 31.9%/9.2%/7.5%；当前股价对应 PE 分别为 17/16/14 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

需求恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	115780	120142	125029	129817
收入同比 (%)	-8.2%	3.8%	4.1%	3.8%
归属母公司净利润	8453	11153	12183	13091
净利润同比 (%)	-18.9%	31.9%	9.2%	7.5%
毛利率 (%)	34.1%	34.2%	34.4%	34.6%
ROE (%)	15.9%	17.3%	15.9%	14.6%
每股收益 (元)	1.33	1.75	1.91	2.06
P/E	22.69	16.99	15.55	14.47
P/B	3.61	2.94	2.48	2.11
EV/EBITDA	14.22	11.16	9.92	8.75

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 30 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	66619	76669	93594	111310	<b>营业收入</b>	115780	120142	125029	129817
现金	25404	34987	50987	68039	营业成本	76299	79032	81982	84865
应收账款	2878	1824	2232	2391	营业税金及附加	733	733	763	792
其他应收款	126	165	171	178	销售费用	21982	22106	22943	23756
预付账款	1176	1581	1640	1697	管理费用	4465	4325	4626	4933
存货	10745	11909	12353	12788	财务费用	-592	-106	-335	-724
其他流动资产	26290	26204	26211	26217	资产减值损失	-4676	-771	-872	-973
<b>非流动资产</b>	87099	85561	82952	80317	公允价值变动收益	-28	61	50	42
长期投资	3992	3792	3592	3392	投资净收益	2417	12	13	13
固定资产	34619	30185	25657	21046	<b>营业利润</b>	10182	12857	14044	15110
无形资产	4780	8759	11737	14714	营业外收入	78	61	63	52
其他非流动资产	43708	42825	41967	41164	营业外支出	133	10	8	13
<b>资产总计</b>	153718	162230	176546	191627	<b>利润总额</b>	10127	12907	14099	15149
<b>流动负债</b>	89925	86221	87283	88190	所得税	1663	1742	1903	2045
短期借款	36355	36355	36355	36355	<b>净利润</b>	8464	11164	12195	13104
应付账款	12313	13966	14824	15578	少数股东损益	11	11	12	13
其他流动负债	41257	35901	36104	36257	<b>归属母公司净利润</b>	8453	11153	12183	13091
<b>非流动负债</b>	6786	7836	8896	9966	EBITDA	15276	18461	19271	20012
长期借款	4687	5737	6797	7867	EPS (元)	1.33	1.75	1.91	2.06
其他非流动负债	2099	2099	2099	2099					
<b>负债合计</b>	96710	94057	96178	98156					
少数股东权益	3828	3839	3851	3864					
股本	6366	6366	6366	6366					
资本公积	13211	13211	13211	13211					
留存收益	33603	44756	56939	70029					
归属母公司股东权益	53180	64334	76517	89607					
<b>负债和股东权益</b>	153718	162230	176546	191627					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	21740	13834	19378	20561
净利润	8453	11153	12183	13091
折旧摊销	4612	5476	5556	5580
财务费用	1026	779	790	801
投资损失	-2417	-12	-13	-13
营运资金变动	5102	-4731	-114	31
其他经营现金流	8314	17051	13273	14131
<b>投资活动现金流</b>	-32709	-4583	-3698	-3820
资本支出	-3842	-4006	-3012	-3037
长期投资	-29014	-650	-749	-838
其他投资现金流	146	73	63	55
<b>筹资活动现金流</b>	-7278	332	320	311
短期借款	-3400	0	0	0
长期借款	-7019	1050	1060	1070
普通股增加	0	1	0	0
资本公积增加	-169	0	0	0
其他筹资现金流	3310	-718	-740	-759
<b>现金净增加额</b>	-18266	9582	16000	17052

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-8.2%	3.8%	4.1%	3.8%
营业利润	-14.2%	26.3%	9.2%	7.6%
归属于母公司净利	-18.9%	31.9%	9.2%	7.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	34.1%	34.2%	34.4%	34.6%
净利率 (%)	7.3%	9.3%	9.7%	10.1%
ROE (%)	15.9%	17.3%	15.9%	14.6%
ROIC (%)	8.3%	9.4%	8.9%	8.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	62.9%	58.0%	54.5%	51.2%
净负债比率 (%)	169.6%	138.0%	119.7%	105.0%
流动比率	0.74	0.89	1.07	1.26
速动比率	0.51	0.63	0.81	1.00
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.75	0.74	0.71	0.68
应收账款周转率	40.22	65.87	56.01	54.30
应付账款周转率	6.20	5.66	5.53	5.45
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.33	1.75	1.91	2.06
每股经营现金流	3.42	2.17	3.04	3.23
每股净资产	8.35	10.11	12.02	14.08
<b>估值比率</b>				
P/E	22.69	16.99	15.55	14.47
P/B	3.61	2.94	2.48	2.11
EV/EBITDA	14.22	11.16	9.92	8.75

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**联系人：**郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。