

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	29.76
总股本/流通股本(亿股)	63.66 / 63.34
总市值/流通市值(亿元)	1,894 / 1,885
52周内最高/最低价	30.23 / 21.37
资产负债率(%)	62.9%
市盈率	22.38
第一大股东	香港中央结算有限公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 张子健
SAC 登记编号: S1340524050001
Email: zhangzijian@cnpsec.com

伊利股份(600887)

24 年商誉减值影响利润，25Q1 利润超预期

● 投资要点

公司 2024 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 1157.8/1153.93/84.53/60.11 亿元，同比 -8.24%/-8.24%/-18.94%/-40.04%。2024 年，公司毛利率/归母净利率为 34.1%/7.3%，分别同比 1.3/-0.96pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.99%/3.86%/0.75%/-0.51%，分别同比 1.1/-0.23/0.08/-0.39pct。24 年公司资产减值/信用减值损失分别为 46.76/5.55 亿元，去年同期为 15.26/1.60 亿元，主因澳优商誉减值。

公司单 Q4 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 267.4/266.6/-24.16/-24.98 亿元，同比 -7.07%/-7%/-330.4%/-258.82%。24Q4，公司毛利率/归母净利率为 31%/-9.03%，分别同比 -0.74/-12.68pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.06%/4.07%/1.17%/0.02%，分别同比 -0.61/-0.36/0.14/-0.43pct。24Q4 资产减值/信用减值损失分别为 39.9/1.85 亿元，去年同期为 0.94/10.28 亿元。

2024 年拆分：分产品，液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品分别实现营收 750.03/296.75/87.21/7.22 亿元，同比 -12.32%/7.53%/-18.41%/13.75%，其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品销量分别为 893/40/54/9 万吨，同比 -7.92%/11.20%/-18.76%/52.97%，均价分别为 8402/75081/16091/7886 元/吨，同比 -4.77%/-3.30%/0.44%/-25.64%；分渠道，经销/直营分别实现营收 1107.96/33.25 亿元，同比 -8.24%/-10.47%；分地区，华北/华南/华中/华东/其他地区分别实现营收 321.91/284.44/212.34/174.72/147.80 亿元，同比 -5.15%/-9.81%/-13.46%/-9.52%/-2.34%。期末经销商数量 17273 个，同比减少 2224 个。

公司 2025 年 Q1 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 330.18/329.38/48.74/46.29 亿元，同比 1.35%/1.46%/-17.71%/24.19%。2025 年 Q1 公司毛利率/归母净利率为 37.82%/14.76%，分别同比 1.8/-3.42pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.92%/3.77%/0.58%/-0.71%，分别同比 -1.52/-0.7/0.13/0.1pct。液体乳下滑显著缩小、奶粉较好增长带动收入回正。公司 24Q1 处置资产收益 25.64 亿元，剔除该因素 25Q1 利润同比增长约 22%。25Q1 利润超预期主因毛利率和销售费用率改善，毛利率改善主因原奶价格下降以及高毛利的安慕希和金典等高端品和奶粉及奶制品快速增长拉动整体结构提升，销售费用率改善估计广告营销费用和职工薪酬费用减少。

25Q1 拆分：分产品，液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品

分别实现营收 196.40/88.13/41.05/1.84 亿元, 同比-3.06%/18.65%/-5.25%/-7.16%; 分渠道, 经销/直营分别实现营收 317.90/9.53 亿元, 同比 1.77%/-2.98%; 分地区, 华北/华南/华中/华东/其他地区分别实现营收 91.65/79.33/62.75/48.55/45.15 亿元, 同比-0.99%/2.68%/-1.35%/-1.55%/14.46%。期末经销商数量 18,092 个, 环比增加 819 个。

24 年公司分红率 91.4%、同比提高 18.15pct, 分红金额 77.26 亿元, 绝对额较 23 年增加 0.87 亿。24 年分红率大幅提升, 预计与商誉减值导致利润下滑有关, 常态下公司分红率估计继续保持稳步提升节奏。

● 盈利预测与投资建议

今年公司较好把控市场节奏, 库存良性, 开年收入回正, 往后看进入低基数季度。2025 年公司计划实现营业总收入 1190 亿元, 利润总额 126 亿元。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 1220.44/1273.85/1332.65 亿元, 同比增长 5.41%/4.38%/4.62%, 归母净利润 112.44/126.74/140.79 亿元, 同比增长 33.02%/12.72%/11.09% (从分红的视角来看, 若 25 年按 73% 分红率来计算, 对应当前股价股息率为 4.33%), 对应 EPS 为 1.77/1.99/2.21 元, 对应当前股价 PE 为 17/15/13 倍。

● 风险提示:

经济/需求恢复不及预期, 公司销售不及预期, 食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	115780	122044	127385	133265
增长率 (%)	-8.24	5.41	4.38	4.62
EBITDA (百万元)	14000.04	33868.55	39227.96	23180.45
归属母公司净利润 (百万元)	8452.86	11243.99	12673.78	14079.07
增长率 (%)	-18.94	33.02	12.72	11.09
EPS (元/股)	1.33	1.77	1.99	2.21
市盈率 (P/E)	22.41	16.85	14.95	13.46
市净率 (P/B)	3.56	3.31	3.06	2.82
EV/EBITDA	15.67	5.90	4.49	7.31

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	115780	122044	127385	133265	营业收入	-8.2%	5.4%	4.4%	4.6%
营业成本	76299	79062	82502	86625	营业利润	-14.2%	26.6%	12.6%	11.0%
税金及附加	733	741	774	809	归属于母公司净利润	-18.9%	33.0%	12.7%	11.1%
销售费用	21982	23310	23566	24654	获利能力				
管理费用	4465	4882	4968	5064	毛利率	34.1%	35.2%	35.2%	35.0%
研发费用	870	920	960	1005	净利率	7.3%	9.1%	9.9%	10.5%
财务费用	-592	-400	-400	-400	ROE	15.9%	19.6%	20.5%	21.0%
资产减值损失	-4676	-1477	-1529	-1199	ROIC	10.4%	13.6%	18.3%	28.3%
营业利润	10182	12890	14511	16104	偿债能力				
营业外收入	78	123	123	123	资产负债率	62.9%	56.8%	55.3%	53.8%
营业外支出	133	268	268	268	流动比率	0.74	0.91	1.21	1.29
利润总额	10127	12745	14365	15958	营运能力				
所得税	1663	1593	1796	1995	应收账款周转率	40.22	40.19	40.19	40.19
净利润	8464	11152	12570	13963	存货周转率	7.10	6.43	6.43	6.43
归母净利润	8453	11244	12674	14079	总资产周转率	0.75	0.86	0.87	0.87
每股收益(元)	1.33	1.77	1.99	2.21	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.33	1.77	1.99	2.21
货币资金	25404	38284	61381	67453	每股净资产	8.35	9.00	9.73	10.54
交易性金融资产	159	159	159	159	估值比率				
应收票据及应收账款	3129	3250	3392	3549	PE	22.41	16.85	14.95	13.46
预付款项	1176	1501	1567	1639	PB	3.56	3.31	3.06	2.82
存货	10745	12304	12840	13481	现金流量表				
流动资产合计	66619	69858	94334	101976	净利润	8464	10332	11689	12404
固定资产	36784	20631	3739	3000	折旧和摊销	4465	21524	25263	7622
在建工程	2955	4478	3000	3000	营运资本变动	5021	-2146	362	534
无形资产	4780	3983	3187	2390	其他	-658	481	481	481
非流动资产合计	87099	71569	52371	50874	经营活动现金流净额	17292	30191	37794	21040
资产总计	153718	141427	146706	152850	资本开支	-4098	-6000	-6000	-6000
短期借款	36355	35355	34355	33355	其他	-28612	-56	-64	555
应付票据及应付账款	13282	14529	15161	15919	投资活动现金流净额	-32709	-6056	-6064	-5445
其他流动负债	40288	27255	28363	29709	股权融资	-169	0	0	0
流动负债合计	89925	77138	77879	78983	债务融资	-13935	-4530	-1000	-1000
其他	6786	3256	3256	3256	其他	6826	-6726	-7632	-8523
非流动负债合计	6786	3256	3256	3256	筹资活动现金流净额	-7278	-11256	-8632	-9523
负债合计	96710	80394	81135	82239	现金及现金等价物净增加额	-22713	12879	23098	6072
股本	6366	6366	6366	6366					
资本公积金	13211	13211	13211	13211					
未分配利润	33603	37720	42362	47518					
少数股东权益	3828	3735	3631	3516					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	57008	61033	65570	70611					
负债和所有者权益总计	153718	141427	146706	152850					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048