

公司研究

轻装上阵，调整向好

——伊利股份（600887.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：伊利股份发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 全年实现营业收入 1157.80 亿元，同比-8.24%；归母净利润 84.53 亿元，同比-18.94%；扣非归母净利润 60.11 亿元，同比-40.04%。其中，24Q4 单季度实现营业收入 267.40 亿元，同比-7.07%；归母净亏损 24.16 亿元，23 年同期盈利 10.48 亿元；扣非归母净亏损 24.98 亿元，23 年同期盈利 15.73 亿元。25Q1 实现营业收入 330.18 亿元，同比+1.35%；归母净利润 48.74 亿元，同比-17.71%；扣非归母净利润 46.29 亿元，同比+24.19%。

低温品类逆势增长，奶粉业务增势良好。1) **液体乳** 24 年实现收入 750.03 亿元，同比-12.32%，主要系终端需求偏弱及常温奶主动去化库存带来的销量下降。低温品类 24 年收入同比实现逆势增长。液体乳 25Q1 实现收入 196.40 亿元，同比-3.06%，收入同比降幅环比收窄，液奶渠道库存稳中有降，终端价盘保持良好。2) **奶粉及奶制品** 24 年/25Q1 分别实现收入 296.75/88.13 亿元，同比+7.53%/+18.65%。其中金领冠婴配粉 24 年营收同比实现双位数增长，成人奶粉市场份额进一步提升。奶酪品类 2B 业务 24 年营收同比增长超 20%。3) **冷饮产品** 24 年/25Q1 分别实现收入 87.21/41.05 亿元，同比-18.41%/-5.25%。

原奶价格下行提升毛利率，澳优商誉减值影响短期利润。毛利率方面，2024 全年/24Q4/25Q1 公司毛利率分别为 34.10%/31.00%/37.82%，25Q1 同比/环比分别为+1.80/+6.82pcts。成本端红利带来整体毛利率的提升。**费用端**，2024 全年/24Q4/25Q1 销售费用率分别为 18.99%/18.06%/16.92%，25Q1 同比/环比分别为-1.52/-1.14pcts，主要系公司终端产品新鲜度良好，促销费用有所减少。2024 全年/24Q4/25Q1 管理费用率分别为 3.86%/4.07%/3.77%，25Q1 同比/环比分别为-0.70/-0.30pcts。**综合来看**，2024 全年/24Q4/25Q1 归母净利率分别为 7.30%/-9.03%/14.76%，25Q1 同比/环比分别为-3.42/+23.80pcts。24Q4 利润端净亏损主要系澳优商誉减值影响报表端 30.37 亿元，25Q1 净利率同比下滑主要系 24Q1 投资收益基数较高。2024 全年//24Q4/25Q1 扣非归母净利率分别为 5.19%/-9.34%/14.02%，25Q1 同比/环比分别为+2.58/+23.36pcts。**展望全年**，公司终端动销表现持续改善，25Q2 低基数下有望获得较好表现。存货周期相对良性，预计促销费用有望减少，盈利能力有望改善。

盈利预测、估值与评级：考虑到原奶上游去化节奏有待观察，下调 2025-2026 年归母净利润预测至 108.10/116.51 亿元（较前次下调 6.1%/5.4%），新增 2027 年归母净利润预测为 130.36 亿元；对应 2025-2027 年 EPS 为 1.70/1.83/2.05 元，当前股价分别对应 P/E 分别为 17/16/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求恢复低于预期，原材料成本波动，核心产品增长不达预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	126,179	115,780	119,738	123,981	130,650
营业收入增长率	2.44%	-8.24%	3.42%	3.54%	5.38%
归母净利润（百万元）	10,429	8,453	10,810	11,651	13,036
归母净利润增长率	10.58%	-18.94%	27.88%	7.79%	11.89%
EPS（元）	1.64	1.33	1.70	1.83	2.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.48%	15.89%	19.03%	19.14%	19.83%
P/E	18	22	17	16	15
P/B	3.5	3.6	3.3	3.1	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30；注：2023 年总股本数为 63.661 亿股；2024-2027 年总股本数为 63.659 亿股

买入（维持）

当前价：29.76 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

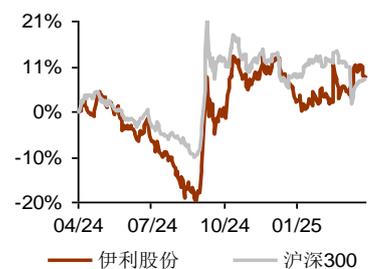
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	63.66
总市值(亿元)	1894.49
一年最低/最高(元)	21.13/31.96
近 3 月换手率	46.86%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.82	11.90	4.77
绝对	7.87	10.02	7.86

资料来源：Wind

相关研报

收入环比改善，盈利能力增强——伊利股份（600887.SH）2024 年三季报点评（2024-11-04）

主动调整，期待改善——伊利股份（600887.SH）2024 年中报点评（2024-09-05）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	126,179	115,780	119,738	123,981	130,650
营业成本	84,789	76,299	78,893	81,687	85,761
折旧和摊销	4,135	4,324	4,033	4,171	4,328
税金及附加	733	733	758	785	827
销售费用	22,572	21,982	22,423	23,081	23,774
管理费用	5,154	4,465	4,606	4,732	4,777
研发费用	850	870	889	912	952
财务费用	-153	-592	-384	-223	-247
投资收益	-31	2,417	200	200	200
营业利润	11,873	10,182	13,262	14,269	15,926
利润总额	11,721	10,127	12,958	13,964	15,622
所得税	1,437	1,663	2,128	2,293	2,565
净利润	10,284	8,464	10,830	11,671	13,056
少数股东损益	-144	11	20	20	20
归属母公司净利润	10,429	8,453	10,810	11,651	13,036
EPS(元)	1.64	1.33	1.70	1.83	2.05

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18,290	21,740	19,489	19,762	23,385
净利润	10,429	8,453	10,810	11,651	13,036
折旧摊销	4,135	4,324	4,033	4,171	4,328
净营运资金增加	-1,271	3,473	-4,350	-3,424	-5,020
其他	4,997	5,489	8,996	7,363	11,041
投资活动产生现金流	-16,044	-32,709	-4,797	-4,378	-4,378
净资本支出	-6,893	-3,842	-4,500	-4,500	-4,500
长期投资变化	4,408	3,992	0	0	0
其他资产变化	-13,560	-32,860	-297	122	122
融资活动现金流	7,258	-7,278	-14,951	-14,493	-17,606
股本变化	-33	0	0	0	0
债务净变化	16,874	-7,166	-8,137	-7,135	-9,684
无息负债变化	604	9,576	4,237	2,425	3,733
净现金流	9,624	-18,266	-259	891	1,401

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	32.8%	34.1%	34.1%	34.1%	34.4%
EBITDA 率	15.0%	18.6%	14.8%	14.6%	15.5%
EBIT 率	11.7%	14.8%	11.5%	11.2%	12.2%
税前净利润率	9.3%	8.7%	10.8%	11.3%	12.0%
归母净利润率	8.3%	7.3%	9.0%	9.4%	10.0%
ROA	6.8%	5.5%	7.1%	7.6%	8.6%
ROE (摊薄)	19.5%	15.9%	19.0%	19.1%	19.8%
经营性 ROIC	14.5%	14.7%	12.3%	12.8%	15.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	62%	63%	60%	58%	54%
流动比率	0.90	0.74	0.76	0.79	0.84
速动比率	0.74	0.62	0.62	0.64	0.66
归母权益/有息债务	0.93	1.06	1.35	1.74	2.60
有形资产/有息债务	2.44	2.87	3.41	4.08	5.59

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	151,620	153,718	153,450	152,830	151,766
货币资金	43,372	25,404	25,145	26,036	27,437
交易性金融资产	11	6	6	6	6
应收账款	3,085	2,878	2,977	3,082	3,248
应收票据	220	251	259	269	283
其他应收款 (合计)	195	126	130	135	142
存货	12,512	10,745	12,123	12,570	13,022
其他流动资产	6,438	17,125	15,542	13,845	11,177
流动资产合计	69,355	66,619	65,416	64,417	63,131
其他权益工具	2,074	2,095	2,513	2,513	2,513
长期股权投资	4,408	3,992	3,992	3,992	3,992
固定资产	35,242	34,619	32,570	30,736	29,011
在建工程	4,329	2,949	4,312	5,334	6,100
无形资产	4,729	4,780	5,154	5,519	5,875
商誉	5,160	2,337	2,337	2,337	2,337
其他非流动资产	19,713	29,259	29,259	29,259	29,259
非流动资产合计	82,265	87,099	88,034	88,413	88,635
总负债	94,300	96,710	92,810	88,100	82,150
短期借款	39,755	36,355	28,217	21,082	11,398
应付账款	13,799	12,313	14,201	14,704	15,437
应付票据	1,041	969	1,578	1,634	1,715
预收账款	2,647	0	0	0	0
其他流动负债	1,070	11,429	13,012	14,709	17,377
流动负债合计	76,860	89,925	86,024	81,314	75,364
长期借款	11,705	4,687	4,687	4,687	4,687
应付债券	3,541	0	0	0	0
其他非流动负债	869	796	796	796	796
非流动负债合计	17,440	6,786	6,786	6,786	6,786
股东权益	57,320	57,008	60,640	64,730	69,617
股本	6,366	6,366	6,366	6,366	6,366
公积金	16,580	16,412	16,412	16,412	16,412
未分配利润	31,415	32,229	35,272	39,343	44,209
归属母公司权益	53,539	53,180	56,792	60,863	65,729
少数股东权益	3,781	3,828	3,848	3,868	3,888

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	17.89%	18.99%	18.73%	18.62%	18.20%
管理费用率	4.08%	3.86%	3.85%	3.82%	3.66%
财务费用率	-0.12%	-0.51%	-0.32%	-0.18%	-0.19%
研发费用率	0.67%	0.75%	0.74%	0.74%	0.73%
所得税率	12%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.20	1.22	1.19	1.28	1.44
每股经营现金流	2.87	3.42	3.06	3.10	3.67
每股净资产	8.41	8.35	8.92	9.56	10.33
每股销售收入	19.82	18.19	18.81	19.48	20.52

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	18	22	17	16	15
PB	3.5	3.6	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	12.3	11.2	13.2	12.6	10.7
股息率	4.0%	4.1%	4.0%	4.3%	4.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP