

2025 年 04 月 30 日

证券研究报告•2024 年报&2025 一季报点评

伊利股份（600887）食品饮料

买入（维持）

当前价：29.76 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

24 年顺利收官，25Q1 扣非后盈利亮眼

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现营业总收入 1157.8 亿元，同比-8.2%，实现归母净利润 84.5 亿元，同比-18.9%；其中 24Q4 实现营收 2.7 亿元，同比-7.1%，归母净利润为-24.2 亿元，去年同期为 10.5 亿元。25Q1 实现营业总收入 330.2 亿元，同比+1.4%，实现归母净利润 48.7 亿元，同比-17.7%，实现扣非归母净利润 46.3 亿元，同比+24.2%。此外，公司拟向全体股东每股派发现金红利 1.22 元（含税），现金红利总额为 77.3 亿元，考虑回购金额 7.6 亿元则年度合计分红金额为 84.8 亿元，分红率达到 100.4%。
- **25Q1 液奶收入降幅收窄，奶粉延续强劲表现。**2024 年液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品分别实现营业收入 750 亿元（-12.3%）、297 亿元（+7.5%）、87 亿元（-18.4%）；1) 液体乳：液奶零售额市占率稳居行业第一，24 年收入下滑主要系公司主动收缩发货及需求疲软所致。2) 奶粉：2024 年公司婴配粉零售额市占率达 17.3%，同比提升 1.1pp。以“营养+功能”为突破点，推出适合中老年人群的成人乳品，目前公司在成人奶粉零售市场份额已达到 24%。3) 冷饮：24 年行业规模受天气和去年基数较高等因素的影响出现下滑，但公司冷饮业务线上、线下营收均为行业第一。25Q1 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品分别实现营业收入 196 亿元（-3.1%）、88 亿元（+18.6%）、41 亿元（-5.3%）；液奶 25Q1 虽承压但降幅环比已收窄，预计低温奶表现优异，随着后续渠道库存恢复预计将持续改善；奶粉业务 Q1 高增主要系婴配粉业务表现出色；冷饮 Q1 下滑主要系去年高基数及渠道库存调整。
- **Q1 扣非后盈利能力改善。**1、2024 年、25Q1 毛利率分别为 34.1%（+1.3pp）、37.8%（+1.8pp），毛利率提升主要系原奶价格持续下行。2、2024 年销售费用率、管理费用率分别为 19%（+1.1pp）、3.9%（-0.2pp）；全年销售费用率提升主要系收入规模下降。25Q1 销售费用率、管理费用率分别为 16.9%（-1.5pp）、3.8%（-0.7pp），整体费用率持续优化。3、2024 年、25Q1 净利率分别为 7.3%（-0.8pp）、15%（-3.3pp），24 年公司出售股权获得非流动资产处置收益 25.6 亿元，同时计提澳优商誉减值 30.4 亿；25Q1 净利率承压主要系去年同期存在处置昌吉盛新股权影响，实际扣非后净利率同比+2.6pp 至 14%。
- **25 年经营目标积极，业绩增长值得期待。**战略层面，公司 1) 将继续以消费者需求为导向，聚焦健康食品领域，成为健康食品行业发展的引领者；2) 稳步推进国际化战略，提升全球品牌卓越运营能力；3) 积极拓展新兴渠道，借助数智化和生成式人工智能技术打造全新业务模式。25 年公司计划实现营业收入 1190 亿元（+2.8%），利润总额 126 亿元（+24%）。随着去年渠道库存去化充分，25 年液奶收入有望持续回暖；利润方面随着原奶供给端产能去化持续，25H2 奶价企稳回升可期，后续公司盈利能力改善空间充足。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.69 元、1.82 元、1.97 元，对应动态 PE 分别为 18 倍、16 倍、15 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原奶价格持续上涨风险；行业竞争加剧风险；商誉计提大额减值损失风险；食品安全风险；乳制品下游需求持续疲软风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	1157.80	1193.50	1237.83	1283.95
增长率	-8.24%	3.08%	3.72%	3.73%
归属母公司净利润（亿元）	84.53	107.34	115.87	125.30
增长率	-18.94%	26.99%	7.95%	8.13%
每股收益 EPS（元）	1.33	1.69	1.82	1.97
净资产收益率 ROE	14.85%	16.08%	15.11%	14.39%
PE	22	18	16	15
PB	3.32	2.83	2.47	2.17

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：舒尚立

执业证号：S1250523070009

电话：023-63786049

邮箱：ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	63.66
流通 A 股(亿股)	63.34
52 周内股价区间(元)	21.37-30.23
总市值(亿元)	1,894.49
总资产(亿元)	1,548.47
每股净资产(元)	9.16

相关研究

1. 伊利股份(600887)：Q3 收入环比改善，回购重视投资者回报 (2024-11-05)
2. 伊利股份(600887)：渠道库存调整基本到位，期待下半年轻装上阵 (2024-09-01)
3. 伊利股份(600887)：盈利能力持续改善，回购提高投资者回报 (2024-05-06)

请务必阅读正文后的重要声明部分

关键假设：

1) 公司液体乳业务稳健增长，预计 2025-2027 年销量增速为 1%、1.5%、1%；随着产品结构升级，预计 2025-2027 年吨单价增速保持 0.5%；预计 2025-2027 年毛利率保持为 31.3%。

2) 奶粉及奶制品业务婴配粉及中老年奶粉共同发力，预计 2025-2027 年销量增速分别为 5%、6%、7%，吨单价增速分别为 1%、1%、1%，毛利率分别为 40.4%、41%、41.6%。

3) 公司在国内冷饮产品稳居市场第一，同时持续拓展新兴渠道，预计 2025-2027 年销量增速分别为 5%、5%、5%，吨单价增速分别为 1%、1%、1%，毛利率分别为 37.4%、38.0%、38.7%。

分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
液体乳	收入	750	762	777	789
	增速	-12.3%	1.5%	2.0%	1.5%
	成本	518	523	533	541
	毛利率	31.0%	31.3%	31.3%	31.3%
奶粉及奶制品	收入	297	315	337	364
	增速	7.5%	6.1%	7.1%	8.1%
	成本	175	187	199	213
	毛利率	41.0%	40.4%	41.0%	41.6%
冷饮产品	收入	87	92	98	104
	增速	-18.4%	6.1%	6.1%	6.1%
	成本	55	58	61	64
	毛利率	37.4%	37.4%	38.0%	38.7%
其他	收入	24	25	26	27
	增速	0.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	16	16.1	16.9	17.7
	毛利率	33.5%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	1158	1193	1238	1284
	增速	2.4%	3.1%	3.7%	3.7%
	成本	763	784	810	836
	毛利率	34.1%	34.3%	34.6%	34.9%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1157.80	1193.50	1237.83	1283.95	净利润	84.64	107.48	116.02	125.46
营业成本	762.99	784.30	809.75	835.57	折旧与摊销	44.65	23.93	24.63	24.91
营业税金及附加	7.33	7.25	7.54	7.84	财务费用	-5.92	15.42	13.65	9.18
销售费用	219.82	220.80	229.00	238.81	资产减值损失	-46.76	-10.00	-9.00	-9.00
管理费用	44.65	52.51	54.46	57.78	经营营运资本变动	18.80	-170.63	5.54	1.20
财务费用	-5.92	15.42	13.65	9.18	其他	121.98	9.90	8.34	8.10
资产减值损失	-46.76	-10.00	-9.00	-9.00	经营活动现金流净额	217.40	-23.90	159.18	159.84
投资收益	24.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	45.25	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.28	0.94	0.84	0.69	其他	-372.34	90.02	0.84	0.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-327.09	90.02	0.84	0.69
营业利润	101.82	124.15	133.28	144.46	短期借款	-34.00	-84.01	-125.20	-125.65
其他非经营损益	-0.55	-1.32	-0.68	-1.08	长期借款	-70.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	101.27	122.83	132.60	143.38	股权融资	-1.69	0.00	0.00	0.00
所得税	16.63	15.35	16.57	17.92	支付股利	0.00	-19.78	-16.75	-21.09
净利润	84.64	107.48	116.02	125.46	其他	33.10	-97.03	-13.65	-9.18
少数股东损益	0.11	0.14	0.15	0.16	筹资活动现金流净额	-72.78	-200.81	-155.59	-155.92
归属母公司股东净利润	84.53	107.34	115.87	125.30	现金流量净额	-182.66	-134.69	4.43	4.61
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	254.04	119.35	123.78	128.39	成长能力				
应收和预付款项	44.24	47.30	48.46	50.18	销售收入增长率	-8.24%	3.08%	3.72%	3.73%
存货	107.45	110.32	113.93	118.04	营业利润增长率	-14.25%	21.93%	7.35%	8.39%
其他流动资产	260.46	177.26	183.84	190.68	净利润增长率	-17.70%	26.99%	7.95%	8.13%
长期股权投资	39.92	39.92	39.92	39.92	EBITDA 增长率	-12.16%	16.33%	4.93%	4.08%
投资性房地产	6.54	6.54	6.54	6.54	获利能力				
固定资产和在建工程	375.68	353.28	330.19	306.82	毛利率	34.10%	34.29%	34.58%	34.92%
无形资产和开发支出	71.17	69.65	68.13	66.61	三费率	22.33%	24.19%	24.00%	23.81%
其他非流动资产	377.69	377.67	377.65	377.63	净利率	7.31%	9.01%	9.37%	9.77%
资产总计	1537.18	1301.28	1292.44	1284.82	ROE	14.85%	16.08%	15.11%	14.39%
短期借款	363.55	279.54	154.34	28.69	ROA	5.51%	8.26%	8.98%	9.76%
应付和预收款项	179.10	194.12	199.05	204.45	ROIC	17.51%	24.61%	23.04%	25.16%
长期借款	46.87	46.87	46.87	46.87	EBITDA/销售收入	12.14%	13.70%	13.86%	13.91%
其他负债	377.59	112.29	124.44	132.71	营运能力				
负债合计	967.10	632.82	524.70	412.71	总资产周转率	0.76	0.84	0.95	1.00
股本	63.66	63.66	63.66	63.66	固定资产周转率	3.31	3.49	3.74	4.12
资本公积	132.11	132.11	132.11	132.11	应收账款周转率	38.19	40.51	40.40	40.47
留存收益	354.29	441.85	540.98	645.18	存货周转率	6.05	6.68	6.69	6.69
归属母公司股东权益	531.80	630.05	729.17	833.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.85%	—	—	—
少数股东权益	38.28	38.41	38.56	38.72	资本结构				
股东权益合计	570.08	668.46	767.74	872.11	资产负债率	62.91%	48.63%	40.60%	32.12%
负债和股东权益合计	1537.18	1301.28	1292.44	1284.82	带息债务/总负债	42.44%	51.58%	38.35%	18.31%
					流动比率	0.74	0.80	1.03	1.41
					速动比率	0.62	0.61	0.78	1.07
					股利支付率	0.00%	18.43%	14.45%	16.83%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	140.55	163.50	171.55	178.55	每股收益	1.33	1.69	1.82	1.97
PE	22.41	17.65	16.35	15.12	每股净资产	8.96	10.50	12.06	13.70
PB	3.32	2.83	2.47	2.17	每股经营现金	3.42	-0.38	2.50	2.51
PS	1.64	1.59	1.53	1.48	每股股利	0.00	0.31	0.26	0.33
EV/EBITDA	12.42	10.42	9.18	8.09					
股息率	0.00%	1.04%	0.88%	1.11%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn