

伊利股份（600887.SH）：轻舟已过万重山，期待持续改善

2025 年 5 月 9 日

推荐/维持

伊利股份

公司报告

事件：公司发布 2024 年报及 2025 年一季报。2024 年公司实现营业总收入 1157.80 亿元，同比-8.24%；实现归母净利润 84.53 亿元，同比-18.94%；扣非归母净利润 60.11 亿元，同比-40.04%。25Q1 公司实现营业总收入 330.18 亿元，同比+1.35%；实现归母净利润 48.74 亿元，同比-17.71%；实现扣非归母净利润 46.29 亿元，同比+24.19%。24 年公司收购的澳优计提 30.37 亿商誉减值准备，转让控股子公司昌吉盛新实业有限责任公司股权获得 25.80 亿，剔除此两项，公司 24 年归母净利润同比-13.34%。

奶粉及奶制品为亮点，带动公司增长。液体乳 24/25Q1 收入为 750.03/196.40 亿元，分别同比-12.32%/-3.06%，其中销量/吨价分别同比-7.92%/-4.78%，24 年量价齐跌，但公司持续做大高端低温白奶品类，高端低温白奶营收同比增长 30% 以上。25 年春节错期导致收入压力较大，但公司液体乳收入降幅明显收窄，略超预期，推测因公司 24 年底主动控货，渠道库存压力较低。奶粉及奶制品 24/25Q1 收入为 296.75/88.13 亿元，分别同比+7.53%/18.65%。其中，销量/吨价分别同比 11.20%/-3.30%。奶粉及奶制品销售额的提升主要由销量带动。24 年公司婴幼儿配方奶粉零售额市场份额为 17.3%，较上年提升了 1.1 个百分点。成人奶粉零售额市场份额为 24%，较上年提升了 0.8 个百分点。面向终端消费的奶酪 2C 业务，公司线下渠道零售额市场份额为 19.1%，较上年提升了 1.5 个百分点。冷饮 24/25Q1 收入为 87.21/41.05 亿元，分别同比-18.41%/-5.25%。冷饮产品吨价稳定，24 年销售额的下降主要由销量下降所致（-18.76%）。

毛利率提升，费用率开始下降，推测 25 年盈利能力改善。24/25Q1 毛利率为 33.88%/37.67%，分别同比+1.30/1.88pct，毛利率的提升一方面是因为原奶成本下行，另一方面我们推测高毛利奶粉以及高端液体乳占比均有所提升。费用端看，24/25Q1 销售费用率为 18.99%/16.92%，分别同比+1.1/-1.53pct。24/25Q1 管理费用率为 3.86%/3.77%，分别-0.22/-0.70pct。公司持续推进降本增效，目前原奶价格低位开始企稳，推测公司费用投放压力减轻，费用率有望进一步下降。

盈利预测与评级：我们认为伴随着原奶价格的企稳，行业整体竞争趋缓，公司费用投放压力降低有利于利润率的改善。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 113.39/122.99/130.52 亿元，对应 EPS 分别为 1.78/1.93/2.05，对应 PE 分别为 17/15/14。维持“推荐”评级。

风险提示：原奶价格持续低位；消费复苏不及预期；消费降级，中低端产品占比提升；行业竞争加剧带来价格战；食品安全风险。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	126,179.46	115,779.55	119,635.93	125,964.30	130,231.83
增长率（%）	2.44%	-8.24%	3.33%	5.29%	3.39%
归母净利润（百万元）	10,428.54	8,452.86	11,339.20	12,298.76	13,051.97
增长率（%）	10.58%	-18.94%	34.15%	8.46%	6.12%

公司简介：

内蒙古伊利实业集团股份有限公司的主营业务是各类乳制品及健康饮品的加工、制造与销售活动。公司的主要产品有液体乳、乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品、奶酪、乳脂、包装饮用水等。公司以“全面价值领先”战略目标为指引，与时俱进，不断增强企业的创新能力，驱动业务健康发展。

资料来源：iFind、公司公告

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

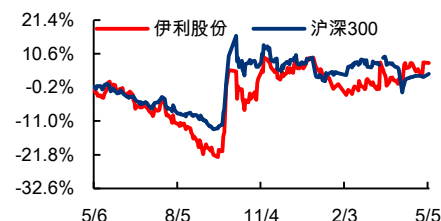
无

交易数据

52 周股价区间（元）	30.23-21.37
总市值（亿元）	1,890.67
流通市值（亿元）	1,881.34
总股本/流通 A 股（万股）	636,590/636,590
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	0.9

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

净资产收益率 (%)	19.48%	15.89%	20.84%	22.24%	23.26%
每股收益 (元)	1.64	1.33	1.78	1.93	2.05
PE	18.11	22.33	16.67	15.37	14.49
PB	3.53	3.56	3.48	3.42	3.37

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	69355	66619	66544	68413	69797	营业收入	126179	115780	119636	125964	130232
货币资金	43372	25404	26320	27712	28651	营业成本	84789	76299	78720	83136	86213
应收账款	3085	2878	2949	3119	3217	营业税金及附加	733	733	726	781	799
其他应收款	195	119	123	130	134	营业费用	22572	21982	22033	22680	23181
预付款项	1480	1176	1168	1160	1151	管理费用	5154	4465	4327	4289	4167
存货	12512	10745	14234	13666	12991	财务费用	-153	-592	-372	-482	-427
其他流动资产	6438	17125	17164	17227	17270	研发费用	850	870	887	905	923
非流动资产合计	82265	87099	88380	90085	92354	资产减值损失	1525.70	4675.85	1159.09	1159.09	1159.09
长期股权投资	4408	3992	3992	3992	3992	公允价值变动收益	278.19	-28.15	0.00	0.00	0.00
固定资产	35242	34619	32000	29333	26656	投资净收益	-31.09	2417.33	106.44	117.08	128.79
无形资产	4729	4780	4523	4282	4055	加: 其他收益	1097.85	1016.46	1026.22	1046.84	1029.84
其他非流动资产	19713	29259	32185	35404	38944	营业利润	11873	10182	13274	14647	15361
资产总计	151620	153718	154924	158499	162152	营业外收入	229.84	77.80	153.82	115.81	134.81
流动负债合计	76860	89925	89968	92688	95569	营业外支出	381.96	132.84	268.49	261.09	220.81
短期借款	39755	36355	38172	40081	42085	利润总额	11721	10127	13160	14501	15275
应付账款	13799	12313	9705	10250	10629	所得税	1437	1663	1887	2230	2270
预收款项	2647	0	0	0	0	净利润	10284	8464	11273	12271	13005
一年内到期的非流动负债	2435	9230	5832	7531	6682	少数股东损益	-144	11	-67	-28	-47
非流动负债合计	17440	6786	6790	6783	6786	归属母公司净利润	10429	8453	11339	12299	13052
长期借款	11705	4687	4687	4687	4687	主要财务比率					
应付债券	3541	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	94300	96710	96758	99470	102355	成长能力					
少数股东权益	3781	3828	3761	3733	3686	营业收入增长	2.44%	-8.24%	3.33%	5.29%	3.39%
实收资本 (或股本)	6366	6366	6366	6366	6366	营业利润增长	9.33%	-14.25%	30.37%	10.34%	4.87%
资本公积	13380	13211	13045	12880	12718	归属于母公司净利润增长	10.58%	-18.94%	34.15%	8.46%	6.12%
未分配利润	31415	32229	33136	34120	35164	获利能力					
归属母公司股东权益合计	53539	53180	54406	55295	56112	毛利率 (%)	32.80%	34.10%	34.20%	34.00%	33.80%
负债和所有者权益	151620	153718	154925	158499	162152	净利率 (%)	8.15%	7.31%	9.42%	9.74%	9.99%
现金流量表			单位: 百万元			总资产净利润 (%)	6.88%	5.50%	7.32%	7.76%	8.05%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE (%)	19.48%	15.89%	20.84%	22.24%	23.26%
经营活动现金流	18290	21740	12820	15049	18725	偿债能力					
净利润	10284	8464	11273	12271	13005	资产负债率 (%)	62%	63%	62%	63%	63%
折旧摊销	4279.76	4464.96	3065.43	3060.67	3055.42	流动比率	0.90	0.74	0.74	0.74	0.73
财务费用	-153	-592	-372	-482	-427	速动比率	0.74	0.62	0.58	0.59	0.59
应收账款减少	4	206	-71	-169	-99	营运能力					
预收账款增加	2647	-2647	0	0	0	总资产周转率	0.89	0.76	0.78	0.80	0.81
投资活动现金流	-16044	-32709	-1166	-6850	-7710	应收账款周转率	41	39	41	42	41
公允价值变动收益	278	-28	0	0	0	应付账款周转率	8.49	8.87	10.87	12.62	12.48
长期投资减少	0	0	4589	-741	-1036	每股指标 (元)					
投资收益	-31	2417	106	117	129	每股收益 (最新摊薄)	1.64	1.33	1.78	1.93	2.05
筹资活动现金流	7258	-7278	-10738	-6807	-10076	每股净现金流 (最新摊薄)	1.49	-2.87	0.14	0.22	0.15
应付债券增加	59	-3541	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	8.41	8.35	8.55	8.69	8.81
长期借款增加	2407	-7019	0	0	0	估值比率					
普通股增加	-33	0	0	0	0	P/E	18.11	22.33	16.67	15.37	14.49
资本公积增加	-855	-169	-167	-165	-163	P/B	3.53	3.56	3.48	3.42	3.37
现金净增加额	9504	-18248	916	1392	939	EV/EBITDA	12.81	15.37	13.24	12.41	11.89

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业: 复盘 2018 年贸易战对食品饮料行业资产定价的影响	2025-04-16
行业普通报告	食品饮料行业: 预期内需政策或进一步加码, 关注食品饮料防守配置	2025-04-09
行业普通报告	糖酒会反馈基本符合预期, 平稳中有亮点	2025-04-03
行业普通报告	食品饮料行业周报: 生育政策加码, 利好国产婴配粉龙头企业	2025-03-18
行业普通报告	食品饮料行业: 生育政策加码, 利好国产婴配粉龙头企业	2025-03-18
行业普通报告	食品饮料行业: 市场预期逐渐改变, 关注短期估值修复行情	2025-03-17
行业普通报告	促消费仍是经济工作主要抓手, 关注食品饮料底部机会	2025-03-11
行业普通报告	中央 1 号文件提出要对奶牛产业纾困	2025-02-26

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师, 工商管理硕士, 曾任职太平洋证券、民生证券等, 6 年食品饮料行业研究经验, 2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士, 2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究, 主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526