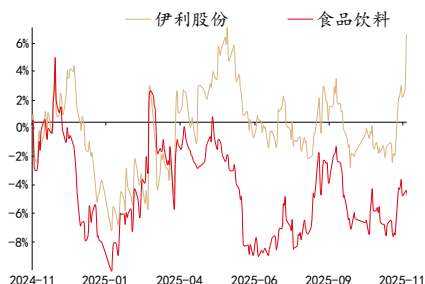


股票投资评级

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)	29.58
总股本/流通股本(亿股)	63.25 / 62.94
总市值/流通市值(亿元)	1,871 / 1,862
52周内最高/最低价	30.98 / 26.85
资产负债率(%)	62.9%
市盈率	22.24
第一大股东	呼和浩特投资有限责任公司

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)

主业保持领先、功能营养+深加工引领成长，高分红保证股东回报

● 投资要点

公司十四五规划中提出至 2025 年将确立各个细分品类的领导地位，2021-2025 年收入实现复合双位数的增长。整体收入端来看，行业受到消费景气度的影响，2020-2024 年公司收入复合增速 4.55%、表现远好于行业的-0.18%。分品类来看，25H1 公司液体乳市场份额稳居行业第一，继续保持领先地位；奶粉及奶制品业务整体市场份额跃居行业第一，增长快于同业，其中奶酪市场份额不断提升；冷饮业务市场份额继续保持行业第一，各业务条线领导地位均在不断巩固和加强。完成了高质量的发展。

未来五年伊利将紧扣产业链上下游价值重塑与多元化探索，顺应消费者需求及渠道变化趋势，力求公司增速快于行业及国家 GDP 增长。面对复杂宏观与消费环境挑战，伊利通过横向拓展与纵向升级实现成长：横向将拓展业务边界、孵化新业务，明确国际市场优先布局规划，加快新西兰泰国印尼产业布局；纵向将发力深加工与功能营养品业务，抢抓功能营养、深加工国产替代千亿市场机会，替代进口并开拓国际市场。同时，现有主业将持续巩固领先地位。

伊利海外核心市场聚焦印尼、泰国及新西兰地区，以冰激凌、婴配粉等为核心发力。印尼作为东南亚关键市场，人口规模较大，靠本土化创新与供应链打造实现快速增长，新品增速超过老品，公司从行业第八跃升第一梯队；泰国通过收购本土品牌、创新产品与品牌重塑稳居市场前列，计划份额持续提升并拓展新业务与渠道。澳优依托全球领先羊奶粉优势，在超 30 国推行差异化策略；新西兰业务聚焦高端化与高附加值升级，与集团形成协同。上述市场业务增速均快于联合利华、雀巢等竞品，支撑伊利国际化布局。

功能营养品板块，公司继续推动品类升级，2025 年公司基础营养/功能营养/专业营养收入占比分别为 71.6%/28.1%/0.3%，预计至 2030 年占比为 45%/40%/15%，目前基础营养需求人群规模 2.2 亿，功能营养 3.8 亿，专业营养 3.3 亿。深加工板块，公司助推行业消费从喝奶到吃奶转型，中国/日本/法国的液态奶占乳制品消费的比例分别为 49.0%/30.9%/13.3%，国内乳制品消费转型空间巨大。目前国内深加工市场本土品牌占比仅为 4%，国产替代同样空间巨大。公司规划未来 5-10 年深加工业务达到百亿规模，营收占比 10-20%，净利率 5-10%。

我们预计 26 年公司常温液奶将迎来拐点，有望领先行业率先实现增长。本轮行业竞争加剧是成本窗口和渠道变革共同作用的结果，在原奶价格企稳的情况下，预计小企业优势将越来越小。婴配粉行业 26 年已经止跌回稳，生育补贴政策+行业监管力度趋严，预计行业集中度有望提升。下一个五年，公司目标仅金领冠单品牌将实现行业份

额第一，澳优份额继续提升，公司整体婴配粉市场份额进一步提升。成本端，25 年双节期间原奶供需已经基本平衡，我们预计 26 年原奶价格有望触底回升。

● 盈利预测与投资建议

公司目标未来五年净利率继续提升。25-27 年公司承诺每年现金分红比例不低于 75%，且绝对金额不低于 24 年，锁定股息率。预计公司 2025-2027 年实现营收 1203.11/1261.73/1324.09 亿元，同比增长 3.91%/4.87%/4.94%；实现归母净利润 112.53/122.02/132.47 亿元，同比增长 33.13%/8.43%/8.57%，对应 EPS 为 1.78/1.93/2.09 元，对应当前股价 PE 为 17/15/14 倍，公司 26 年预期股息率达到 4.92%，维持“买入”评级。

◆ 提示：

食品安全风险；需求不及预期风险；海外业务拓展风险。

■ 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	120311	126173	132409
增长率(%)	-8.24	3.91	4.87	4.94
EBITDA（百万元）	14000.04	34254.18	39099.67	22678.79
归属母公司净利润（百万元）	8452.86	11253.24	12201.72	13246.87
增长率(%)	-18.94	33.13	8.43	8.57
EPS(元/股)	1.34	1.78	1.93	2.09
市盈率（P/E）	22.00	16.53	15.24	14.04
市净率（P/B）	3.50	3.29	3.09	2.90
EV/EBITDA	15.67	5.75	4.46	7.45

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	115780	120311	126173	132409	营业收入	-8.2%	3.9%	4.9%	4.9%
营业成本	76299	78187	82171	86218	营业利润	-14.2%	26.6%	8.6%	8.7%
税金及附加	733	731	766	804	归属于母公司净利润	-18.9%	33.1%	8.4%	8.6%
销售费用	21982	22257	23216	24231	获利能力				
管理费用	4465	4812	4921	5164	毛利率	34.1%	35.0%	34.9%	34.9%
研发费用	870	907	951	998	净利率	7.3%	9.3%	9.6%	9.9%
财务费用	-592	-400	-400	-400	ROE	15.9%	19.9%	20.3%	20.6%
资产减值损失	-4676	-1769	-1514	-1192	ROIC	10.4%	13.6%	17.6%	26.7%
营业利润	10182	12890	13996	15216	偿债能力				
营业外收入	78	123	123	123	资产负债率	62.9%	57.0%	55.9%	54.8%
营业外支出	133	268	268	268	流动比率	0.74	0.90	1.19	1.26
利润总额	10127	12744	13851	15070	营运能力				
所得税	1663	1970	2136	2318	应收账款周转率	40.22	40.19	40.19	40.19
净利润	8464	10775	11715	12752	存货周转率	7.10	6.43	6.43	6.43
归母净利润	8453	10867	11815	12861	总资产周转率	0.75	0.86	0.87	0.88
每股收益(元)	1.34	1.78	1.93	2.09	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.34	1.78	1.93	2.09
货币资金	25404	37389	59645	64508	每股净资产	8.41	8.94	9.52	10.15
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	3204	3360	3526	PE	22.00	16.53	15.24	14.04
预付款项	1176	1480	1552	1629	PB	3.50	3.29	3.09	2.90
存货	10745	12168	12788	13418	现金流量表				
流动资产合计	66619	68554	92355	98832	净利润	8464	10364	11246	12231
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	-2298	497	500
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	30071	37486	20834
资产总计	153718	140123	144726	149706	资本开支	-4098	-6000	-6000	-6000
短期借款	36355	35355	34355	33355	其他	-28612	-79	-89	-98
应付票据及应付账款	13282	14368	15100	15844	投资活动现金流净额	-32709	-6079	-6089	-6098
其他流动负债	40288	26853	28164	29534	股权融资	-169	0	0	0
流动负债合计	89925	76576	77619	78733	债务融资	-13935	-4530	-1000	-1000
其他	6786	3256	3256	3256	其他	6826	-7477	-8141	-8873
非流动负债合计	6786	3256	3256	3256	筹资活动现金流净额	-7278	-12007	-9141	-9873
负债合计	96710	79832	80875	81989	现金及现金等价物净增加额	-22713	11985	22255	4863
股本	6366	6366	6366	6366					
资本公积金	13211	13211	13211	13211					
未分配利润	33603	36979	40639	44613					
少数股东权益	3828	3735	3635	3526					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	57008	60291	63851	67717					
负债和所有者权益总计	153718	140123	144726	149706					

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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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，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等。

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