

伊利股份 (600887)

剑指高端, 投标收购全球第一有机酸奶 Stonyfield

买入 (维持)

2017年5月12日

事件: 伊利拟以 8.5 亿美元左右的价格购买达能集团旗下的美国 Stonyfield 公司的全部股权。该事项尚处于前期投标的准备阶段, 存在不确定因素。

投资要点:

■ **Stonyfield 是全球最大的有机酸奶生产商, 品牌力强、产品丰富, 2016 年营业收入约 3.7 亿美元, 净利润约 5000 万美元。** 1) 历史悠久, 股权更迭下一直独立经营。Stonyfield 创建于 1983 年, 2001 年达能购入公司股份, 2003 年底增持, 2014 年实现全资持有, 2017 年 3 月, 达能为了避免美国反垄断索赔, 宣布出售 Stonyfield 股权。34 年间一直坚持独立发展, 成为全球最大有机酸奶品牌。2) 酸奶产品丰富, 独有的菌株培育技术优势, 引领健康。Stonyfield 产品包括全脂希腊酸奶、零脂肪酸奶、儿童酸奶等, 拥有 O'Soy, YoBaby 等多个畅销酸奶品牌, 同时产品顺应乳品健康化趋势, 尤其在儿童酸奶中减糖又不影响口感, 保障了品牌健形象。

■ **酸奶行业潜力巨大, 液态奶中的增长引擎。** 1) Euromonitor 数据显示 2016 年中国酸奶市场规模已超过 1000 亿元。消费升级和健康消费助力酸奶销量快速增长, 预计 2020 年将达 1900 亿。2) 产品细分市场: 常温酸奶潜力最大, 呈现爆发式增长, 2016 年市场规模约 200 亿, 同比+54%。低温酸奶受冷链保鲜限制缓慢发展, 增速在 5%~15%。有机酸奶在中国为乳业处女地, 若伊利成功收购 Stonyfield, 有望推出下一个类似安慕希的大单品。3) 酸奶行业集中度较高, 蒙牛、伊利、光明三分天下。相比美国 CR3 乳企酸奶市占率达 70%, 中国酸奶市场 CR3 为 56%, 行业集中度还有提升空间, 其中伊利常温安慕希后来居上, 潜力最大。

■ 伊利成功收购概率有多大? 收购成功对业绩的促进有多大?

1) 伊利出价 8.5 亿美元高于 Stonyfield 当前市值, 估值达到 17X, 潜在的竞争对手有 Chobani、可口可乐、迪恩食品, 通用磨坊和百事可乐, New York Post 认为伊利的出价最有可能竞购成功。2) 顺利收购 Stonyfield 酸奶将拓展伊利现有酸奶业务, 加强在有机奶领域的布局, 预计收购成功后的协同效应可以促进伊利国内酸奶继续保持高增长, 助力产品结构升级和新大单品的成长, 同时 Stonyfield 在美国的原有业务保持稳定增速, 并购成功可达到 1+1>2 的预期。

■ **盈利预测与投资建议:** 1) 分业务: 液体乳产品升级+新品发力, 乐观预计 17 年收入+5%以上; 奶粉收入增速恢复 7%左右, 冷饮持平。2) 终止收购圣牧后未影响业绩, 拟投标购买 Stonyfield 彰显公司发展有机奶和全球布局的雄心。我们预计 2017-2019 年收入 650/678/701 亿元, 同比+7%、4%、3%; EPS 为 1.00/1.15/1.27 元, 同比+7%、15%、10%, 给予 17 年 22XPE, 目标价 22 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 食品安全风险, 收购存在不确定性。

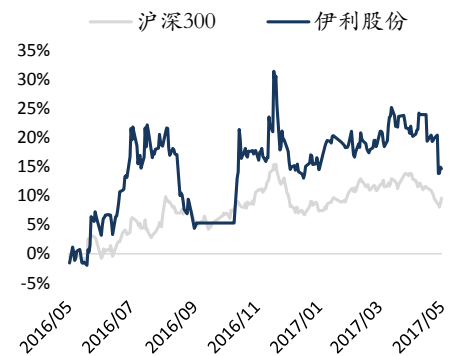
证券分析师 马浩博

执业资格证书号码: S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	17.54
一年最低价/最高价	15.00/21.01
市净率	4.30
流通市值 (亿)	1058.25

基础数据

每股净资产	4.08
资产负债率	50.56
总股本 (百万股)	6079.00
流通股 A 股 (百万股)	6033.37

相关研究

1. 伊利股份: 16 年业绩符合预期, 具备长期投资价值——2017413

图表 1: 伊利股份三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	20192.7	21026.7	23541.2	25403.0	营业收入	60609.2	65011.8	67820.3	70134.9
现金	13823.7	14226.0	16548.1	18193.4	营业成本	37427.4	40013.6	40865.3	42068.2
应收款项	725.4	803.3	838.0	866.6	营业税金及附加	420.1	390.1	406.9	420.8
存货	4325.8	4624.7	4723.1	4862.2	营业费用	14114.3	14627.6	15259.6	15429.7
其他	1317.8	1372.7	1432.0	1480.8	管理费用	3456.7	3608.2	3797.9	3892.5
非流动资产	19069.6	21038.9	23070.9	24984.7	财务费用	23.9	-78.7	-78.4	-92.3
长期股权投资	1631.1	1731.1	1831.1	1931.1	投资净收益	399.3	399.3	399.3	399.3
固定资产	14533.0	16451.9	18433.3	20296.8	其他	-45.7	-45.7	-45.7	-45.7
无形资产	990.9	941.3	891.8	842.2	营业利润	5520.4	6804.5	7922.6	8769.6
其他	1914.6	1914.6	1914.6	1914.6	营业外净收支	1111.7	301.5	276.5	251.5
资产总计	39262.3	42065.6	46612.0	50387.7	利润总额	6632.1	7106.0	8199.1	9021.1
流动负债	14907.5	14723.3	15874.2	15874.0	所得税费用	963.0	1037.5	1197.1	1317.1
短期借款	214.7	650.0	650.0	650.0	少数股东损益	7.2	7.7	8.9	9.8
应付账款	7090.5	7253.0	7574.6	7711.5	归属母公司净利润	5661.8	6060.8	6993.1	7694.2
其他	7602.2	6820.3	7649.6	7512.5	EBIT	5610.8	6762.4	7897.5	8744.5
非流动负债	1118.9	1072.1	966.7	890.6	EBITDA	7164.2	7803.6	9163.1	10235.0
长期借款	0.3	0.3	0.3	0.3	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	1118.6	1071.9	966.4	890.3	每股收益(元)	0.93	1.00	1.15	1.27
负债总计	16026.4	15795.4	16840.9	16764.6	每股净资产(元)	3.81	4.30	4.87	5.50
少数股东权益	154.1	158.0	162.5	167.4	发行在外股份(百万股)	6064.8	6079.0	6079.0	6079.0
归属母公司股东权益	23081.8	26112.2	29608.7	33455.8	ROIC(%)	18.5%	23.4%	25.4%	26.6%
负债和股东权益总计	39262.3	42065.6	46612.0	50387.7	ROE(%)	24.5%	23.2%	23.6%	23.0%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	38.2%	38.5%	39.7%	40.0%
经营活动现金流	12817.3	6222.8	9195.2	8973.1	EBIT Margin(%)	9.3%	10.4%	11.6%	12.5%
投资活动现金流	-3243.2	-3225.3	-3376.6	-3480.7	销售净利率(%)	9.3%	9.3%	10.3%	11.0%
筹资活动现金流	-8814.5	-2595.1	-3496.5	-3847.1	资产负债率(%)	40.8%	37.5%	36.1%	33.3%
现金净增加额	994.7	402.3	2322.1	1645.3	收入增长率(%)	0.4%	7.3%	4.3%	3.4%
折旧和摊销	1553.4	1041.3	1265.6	1490.5	净利润增长率(%)	22.2%	7.0%	15.4%	10.0%
资本开支	-703.9	-3159.2	-3276.6	-3380.7	P/E	19.78	18.53	16.06	14.59
营运资本变动	4510.4	-928.9	886.3	-262.2	P/B	4.85	4.29	3.78	3.35
企业自由现金流	10931.9	2728.3	5619.8	5315.4	EV/EBITDA	17.87	16.38	14.06	12.58

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

