

2020年08月03日

公司研究•证券研究报告

# 伊利股份（600887.SH）

## 上游原奶布局加速，增强公司中长期竞争力

**事件：**公司8月3日发布公告，公司全资子公司金港控股认购中国中地乳业控股有限公司定向增发股票，认购数量432,641,522股，认购价格为每股0.47港元，认购总价为203,341,515.34港元，认购股份占扩大后股本的16.6%，成为中地乳业重要股东。

### 投资要点

- ◆ **上游原奶布局加速，国内外现代化牧场布局持续推进** 伊利作为乳制品行业龙头企业，在注重渠道布局的同时，也在全国及海外各地积极寻求并布局优质奶源地。此次认购中地乳业后，目前公司共掌控3家规模化牧场企业，奶牛存栏总数约为30万头。目前伊利旗下拥有：优然牧业（持股40%），赛科星（通过子公司优然牧业持股44.78%）和中地乳业（持股16.6%）。其中，据中地乳业2019年年报披露，截至2019年12月31日，中地乳业奶牛存栏共计65,429头；赛科星存栏13.3万头；据中国奶业协会，优然牧业在建设三处万头奶牛示范牧场，预计建成后优然奶牛存栏在10-20万头之间。另外，金港控股收购新西兰Westland Co-Operative Dairy Company Limited 100%的股权已于2020年8月2日交割完成。Westland为新西兰第二大乳业合作社，此次收购将使伊利进一步提高整合全球优质资源的能力，伊利国内外现代化牧场的布局持续顺利进行。
- ◆ **布局低温奶奶源基础，提高公司中长期竞争力** 此次认购加快伊利对于上游资源的整合，从长远来看，有助于公司平滑原奶成本缓慢上升的压力，持续提升公司中长期竞争实力，同时为低温奶布局打下坚实基础。长期稳定的优质奶源供应从源头上增加企业抗风险能力，减少食品安全问题、奶源供应波动等风险。
- ◆ **公司二季度恢复良好，全年目标有望顺利实现** Q2以来根据草根调研，公司常温白奶增速高于20%，常温酸奶增速10-20%，低温酸奶亦取得正增长。疫情影响消费者对国外奶粉的消费信心，国产奶粉在新鲜度方面更占优势，Q1伊利奶粉实现27%增长，预计Q2保持良好态势，全年可维持双位数增长。我们预计公司Q2可实现收入同比增长17%，净利润同比增长18%左右。三季度传统中秋旺季，加之6月底渠道库存较低（草根调研渠道库存显著低于正常水平），Q3仍可延续二季度良好态势。同时疫情之后的渠道开发活动也积极恢复开展，预计在三季度也会继续推进，全年目标有望顺利实现。
- ◆ **投资建议：**中长期我们坚定看好公司产品化平台（比标国际乳企，积极拓展奶粉奶酪、健康饮品等新领域）、国际化平台（实现资源、市场、研究国际化）、渠道影响力（继续秉承公司扁平化、精细化渠道建设）、和品牌影响力（目标世界乳企龙头）优势。在此背景下，预计伊利20年依旧会在传统优势领域液态乳市场实现稳定增长，我们适当上调公司盈利预测，2020-2022年每股收益分别为1.07、1.36和1.48元，当前对应PE为34X/27X/25X，维持买入-A评级。
- ◆ **风险提示：**食品安全问题；行业竞争加剧风险；疫情影响下市场波动风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑；海外业务进展不及预期。

## 公司快报

食品饮料 | 乳制品 III

投资评级 买入-A(维持)

股价(2020-08-03) 38.10元

### 交易数据

总市值（百万元）	231,779.06
流通市值（百万元）	224,798.61
总股本（百万股）	6,083.44
流通股本（百万股）	5,900.23
12个月价格区间	26.88/38.48元

### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.63	16.09	8.24
绝对收益	20.61	33.85	25.68

### 分析师

周蓉  
SAC 执业证书编号: S0910520030001  
zhourong@huajinsc.cn

### 分析师

陈振志  
SAC 执业证书编号: S0910519110001  
chenzhenzhi@huajinsc.cn  
021-20377051

### 相关报告

伊利股份：风险压力基本释放 内生增长动力强劲 2020-04-29

伊利股份：乳制品龙头国际赛道扬帆起航 2020-03-18

伊利股份：收入延续高增长，市占率稳步提升 2019-06-14

伊利股份：线上线下零售持续增长，产品升级推动业绩稳步提升 2018-06-15

## 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	78,976	90,009	97,458	109,632	120,544
YoY(%)	16.9	14.0	8.3	12.5	10.0
净利润(百万元)	6,440	6,934	6,498	8,283	8,984
YoY(%)	7.3	7.7	-6.3	27.5	8.5
毛利率(%)	37.8	37.3	37.4	38.2	37.6
EPS(摊薄/元)	1.06	1.14	1.07	1.36	1.48
ROE(%)	23.0	26.5	23.4	26.0	24.7
P/E(倍)	34.6	32.1	34.3	26.9	24.8
P/B(倍)	8.0	8.5	8.0	7.0	6.1
净利率(%)	8.2	7.7	6.7	7.6	7.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	24455	25706	23772	33598	34842	营业收入	78976	90009	97458	109632	120544
现金	11051	11325	10299	16818	18876	营业成本	49106	56392	61038	67758	75246
应收票据及应收账款	1282	1837	1540	2259	1918	营业税金及附加	531	577	674	757	812
预付账款	1460	1157	1676	1511	1993	营业费用	19773	21070	24072	26860	28931
存货	5507	7715	6596	9291	8352	管理费用	2980	4285	3703	3837	4617
其他流动资产	5155	3671	3660	3718	3702	研发费用	427	495	527	713	663
<b>非流动资产</b>	<b>23151</b>	<b>34755</b>	<b>34962</b>	<b>35975</b>	<b>36390</b>	财务费用	-60	8	367	282	86
长期投资	1909	1961	2122	2312	2514	资产减值损失	76	-241	0	0	0
固定资产	14688	18296	19347	20822	21560	公允价值变动收益	0	78	20	24	31
无形资产	639	1409	1459	1520	1592	投资净收益	261	545	335	319	365
其他非流动资产	5914	13090	12035	11322	10724	<b>营业利润</b>	7691	8280	7431	9769	10585
<b>资产总计</b>	<b>47606</b>	<b>60461</b>	<b>58734</b>	<b>69573</b>	<b>71232</b>	营业外收入	35	30	332	121	129
<b>流动负债</b>	<b>19171</b>	<b>31432</b>	<b>28530</b>	<b>35740</b>	<b>33231</b>	营业外支出	148	116	115	127	126
短期借款	1523	4560	4560	4560	4560	<b>利润总额</b>	7578	8194	7649	9763	10588
应付票据及应付账款	9116	10801	10757	13175	13401	所得税	1126	1243	1141	1467	1588
其他流动负债	8532	16071	13214	18005	15270	<b>税后利润</b>	6452	6951	6507	8296	9001
<b>非流动负债</b>	<b>398</b>	<b>2755</b>	<b>2361</b>	<b>1977</b>	<b>1583</b>	少数股东损益	12	17	10	13	17
长期借款	0	1971	1577	1193	799	归属母公司净利润	6440	6934	6498	8283	8984
其他非流动负债	398	784	784	784	784	EBITDA	8947	10219	9706	12054	13092
<b>负债合计</b>	<b>19569</b>	<b>34187</b>	<b>30891</b>	<b>37716</b>	<b>34813</b>						
少数股东权益	122	143	153	166	182						
股本	6078	6096	6096	6096	6096						
资本公积	2841	844	844	844	844						
留存收益	18718	21534	23609	26174	28998						
归属母公司股东权益	27916	26131	27691	31691	36236						
<b>负债和股东权益</b>	<b>47606</b>	<b>60461</b>	<b>58734</b>	<b>69573</b>	<b>71232</b>						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
<b>经营活动现金流</b>	<b>8625</b>	<b>8455</b>	<b>6484</b>	<b>14511</b>	<b>9724</b>						
净利润	6452	6951	6507	8296	9001						
折旧摊销	1609	1958	2047	2376	2730						
财务费用	-60	8	367	282	86						
投资损失	-261	-545	-335	-319	-365						
营运资金变动	518	-761	-2083	3901	-1696						
其他经营现金流	367	845	-20	-24	-31						
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5374</b>	<b>-9999</b>	<b>-1899</b>	<b>-3046</b>	<b>-2748</b>						
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-10749</b>	<b>-1016</b>	<b>-5611</b>	<b>-4947</b>	<b>-4918</b>						
<b>每股指标(元)</b>											
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.14	1.07	1.36	1.48	P/E	34.6	32.1	34.3	26.9	24.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	1.39	1.07	2.39	1.60	P/B	8.0	8.5	8.0	7.0	6.1
每股净资产(最新摊薄)	4.59	4.30	4.55	5.21	5.96	EV/EBITDA	23.9	21.4	22.6	17.6	16.1

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)