

伊利股份 (600887)

公司研究/点评报告

募资投向聚焦主业，液态奶及奶粉产能持续扩张

——伊利股份 (600887) 非公开发行 A 股预案点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 6 月 7 日

一、事件概述

6 月 4 日公司发布公告，拟针对不超过 35 名特定对象非公开发行 A 股。本次发行股票拟募资不超过 130 亿元，投入液态奶生产基地建设等 6 个项目。

二、分析与判断

➤ 本次募资投向聚焦乳制品主业项目建设

本次非公开发行股票募资投向主要为：(1) 液态奶生产基地项目（拟使用募资 54.8 亿元，占比 42.15%）；(2) 全球领先 5G+ 工业互联网婴儿配方奶粉智能制造示范项目（拟使用募资 15.5 亿元，占比 11.92%）；(3) 长白山天然矿泉水项目（拟使用募资 2.7 亿元，占比 2.08%）；(4) 数字化转型和信息化升级项目（拟使用募资 12.5 亿元，占比 9.62%）；(5) 乳业创新基地项目（拟使用募资 5.9 亿元，占比 4.54%）；(6) 补充流动资金及偿还银行贷款项目（拟使用募资 38.6 亿元，占比 29.69%）。

总体看，本次募资投向聚焦乳制品主业，液态奶生产基地项目达产后产能布局将得到有效优化。本次液态奶生产基地选址与公司原奶布局密切结合，生产效率将进一步提升，乳制品主业综合实力有望得到强化。婴儿配方奶粉智能制造项目补强高端婴幼儿奶粉产品，满足奶粉品类高速增长带来增量需求，有望承接“三胎”生育政策带来的人口红利。补充流动资金项目有望优化公司资产负债结构。

➤ 项目达产后乳制品产能提升明显，高附加值品类及生产智能化有望得到强化

液态奶生产基地项目主要由呼和浩特液态奶/林甸液态奶/吴忠奶产业园/呼伦贝尔液态奶/兴安盟液态奶 5 个子项目构成，产品聚焦于常温奶生产，地点布局与奶源布局吻合。从投资规模看，上述子项目拟分别使用募资 36.2/3.1/1.1/4.5/9.9 亿元；测算内部收益率分别为 31.42%/29.58%/34.92%/22.70%/22.13%；投资回收期分别为 3.14/3.29/2.87/4.09/4.15 年，整体投资回报率较高。从产能看，上述子项目达产后将分别新增液态奶生产线 32/18/11/9/8 条，新增液态奶日产能 3181/903/828/658/578 吨，合计新增日产能 6148 吨。项目达产后，公司液态奶整体产能有望在 2020 年 1312 万吨基础上提升 15% 左右（以每年生产 365 天计算）。上述项目有望帮助公司积极抢占高端液态市场，提升高附加值品类占比。**婴儿配方奶粉/矿泉水项目**拟使用募资 15.5/2.7 亿元，测算内部收益率为 12.55%/16.01%；投资回收期为 6.43/5.70 年。项目达产后将增加奶粉日产能 100 吨，矿泉水日产能 1296 吨。

数字化转型和信息化升级项目/乳业创新基地项目以及部分液态奶和奶粉项目建设中的 5G+ 工业互联网平台建设都将有效提升生产中云计算、大数据、移动通讯、人工智能等新技术的运用，支持公司业务从牧场、工厂到终端渠道、消费者全产业链的信息化管理，满足公司日益增长的业务需求，助力战略目标实施。

➤ 供应链协同及产品研发提高，中长期成长性稳定

公司目前正加快推进海外市场及生产基地建设进度，进一步夯实了全球供、产、销的统筹规划和运营协同及风险应急能力，充分发挥“全球供应链网络”高效协同优势。产品研发方面，2020 年公司推出“安慕希”芝士波波球常温酸奶、“金典”低温牛奶、“畅轻”纤酪乳低温酸奶、“QQ 星”儿童成长配方奶粉、“伊利”欣活舒糖膳底配方成人营养品、“伊利”可以吸的儿童奶酪、“妙芝”口袋芝士成人奶酪棒、“伊然”乳矿气泡水、“伊然”乳矿奶茶及“植选”高蛋白无糖豆乳等系列新品。

推荐

维持评级

当前价格：39.58 元

交易数据	2021-6-4
近 12 个月最高/最低	49.27/27.72
总股本 (百万股)	6082.62
流通股本 (百万股)	5930.24
流通股比例 (%)	97%
总市值 (亿元)	2407.50
流通市值 (亿元)	2347.19

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 伊利股份 (600887) 2020 年报及 2021 年一季报点评：疫情冲击 20 年业绩，21Q1 业绩超越疫情前水平
2. 伊利股份 (600887) 2020 年三季报点评：Q3 业绩延续较高增长，疫情负面冲击有效化解

三、盈利预测与投资建议

预计 21-23 年公司实现营业总收入 1101/1245/1396 亿元,同比+13.6%/+13.1/+12.1%;实现归母净利润为 84.68/94.70/105.12 亿元,同比+19.6%/+11.8%/+11.0%。按照最新股本对应 EPS 为 1.39/1.56/1.73 元,目前股价对应 PE 为 28/25/23 倍。公司估值与乳制品可比公司(以液奶为主)29 倍左右的平均估值水平基本相当(算数平均法,业绩对应 2021 年 wind 一致预期),考虑到公司为国内乳制品行业绝对龙头企业,长期稳健成长的确定性较高,维持“推荐”评级。

四、风险提示:

疫情冲击持续超预期,成本大幅上升,费用控制不力,食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	96,886	110,050	124,504	139,609
增长率(%)	7.4%	13.6%	13.1%	12.1%
归属母公司股东净利润(百万元)	7,078	8,468	9,470	10,512
增长率(%)	2.1%	19.6%	11.8%	11.0%
每股收益(元)	1.17	1.39	1.56	1.73
PE(现价)	33.8	28.4	25.4	22.9
PB	7.9	6.4	5.8	5.2

资料来源:公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	96,886	110,050	124,504	139,609
营业成本	61,806	68,341	76,944	86,418
营业税金及附加	547	662	726	827
销售费用	21,538	24,679	28,007	31,203
管理费用	4,876	6,823	8,043	9,061
研发费用	487	553	626	702
EBIT	7,633	8,992	10,159	11,399
财务费用	188	23	42	39
资产减值损失	(339)	56	53	76
投资收益	600	600	600	600
营业利润	8,558	10,128	11,307	12,514
营业外收支	(408)	(247)	(328)	(288)
利润总额	8,150	9,881	10,979	12,226
所得税	1,051	1,387	1,478	1,681
净利润	7,099	8,494	9,501	10,545
归属于母公司净利润	7,078	8,468	9,470	10,512
EBITDA	10,075	11,861	13,505	15,268
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	11695	15165	16220	20979
应收账款及票据	1759	2120	2329	2650
预付款项	1290	1414	1599	1792
存货	7545	8904	9855	11079
其他流动资产	5590	5590	5590	5590
流动资产合计	28381	33853	36125	42813
长期股权投资	2903	3503	4102	4702
固定资产	23343	27671	32359	36866
无形资产	1536	1899	2080	2336
非流动资产合计	42774	50694	53161	55647
资产合计	71154	84546	89286	98460
短期借款	6957	6957	6957	6957
应付账款及票据	11636	12978	14549	16375
其他流动负债	2782	2782	2782	2782
流动负债合计	34768	41009	41747	46149
长期借款	1375	1375	1375	1375
其他长期负债	4407	4407	4407	4407
非流动负债合计	5853	5853	5853	5853
负债合计	40622	46862	47600	52002
股本	6083	6083	6083	6083
少数股东权益	149	175	206	240
股东权益合计	30533	37684	41686	46457
负债和股东权益合计	71154	84546	89286	98460

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	7.4%	13.6%	13.1%	12.1%
EBIT 增长率	3.1%	17.8%	13.0%	12.2%
净利润增长率	2.1%	19.6%	11.8%	11.0%
盈利能力				
毛利率	36.2%	37.9%	38.2%	38.1%
净利润率	7.3%	7.7%	7.6%	7.5%
总资产收益率 ROA	9.9%	10.0%	10.6%	10.7%
净资产收益率 ROE	23.3%	22.6%	22.8%	22.7%
偿债能力				
流动比率	0.8	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.5
资产负债率	0.6	0.6	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	6.0	5.7	5.9	5.8
存货周转天数	44.4	43.3	43.9	43.6
总资产周转率	1.5	1.4	1.4	1.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.2	1.4	1.6	1.7
每股净资产	5.0	6.2	6.8	7.6
每股经营现金流	1.5	2.5	2.0	2.7
每股股利	0.8	0.9	0.9	0.9
估值分析				
PE	33.8	28.4	25.4	22.9
PB	7.9	6.4	5.8	5.2
EV/EBITDA	22.9	19.2	16.8	14.6
股息收益率	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7,099	8,494	9,501	10,545
折旧和摊销	2,794	2,926	3,399	3,945
营运资金变动	(450)	4,150	(531)	2,396
经营活动现金流	9,254	15,252	12,139	16,614
资本开支	6,500	6,542	5,542	6,042
投资	(3,344)	0	0	0
投资活动现金流	(9,043)	(6,542)	(5,542)	(6,042)
股权募资	248	0	0	0
债务募资	5,122	32	0	0
筹资活动现金流	(47)	(5,240)	(5,541)	(5,813)
现金净流量	164	3,470	1,055	4,758

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。