

2021年06月07日

证券分析师 于芝欢

执业证号：S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

站在下一个十年新起点，定增布局长远 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	96,886	109,481	121,524	134,284
同比（%）	7.4%	13.0%	11.0%	10.5%
归母净利润（百万元）	7,078	8,248	9,850	11,284
同比（%）	2.1%	16.5%	19.4%	14.6%
每股收益（元/股）	1.16	1.36	1.62	1.86
P/E（倍）	34.01	29.19	24.44	21.33

事件

6月4日，公司发布定增预案，拟募集资金不超过130亿元，投入液态奶生产基地建设（54.80亿元）、全球领先5G+工业互联网婴儿配方奶粉智能制造（15.50亿元）、长白山天然矿泉水（2.70亿元）、数字化转型和信息化升级（12.50亿元）、乳业创新基地（5.90亿元）以及补充流动资金（38.60亿元）等项目建设。本次募资约占总股本的5.4%。

投资要点

■ **战略角度：聚焦主业，布局新增，改善盈利，提升效率。**本次募投项目聚焦液态奶主业，募投新增液态奶产能224万吨，相当于新增20年液奶产量的25%，同时布局公司下阶段战略重点：奶粉、及高成长矿泉水业务，分别新增产能3.7万吨/47万吨，相当于分别新增20年产量的17%/109%，考虑产能在2~3年间逐步释放，支撑公司收入增长，同时布局高盈利业务，有利于改善公司盈利水平。此外，建设数字化转型和信息化升级、乳业创新基地有利于提升效率，加强公司全产业链整合能力。综合看，公司收入、利润诉求更为均衡，定增布局支撑收入增长，利润中枢有望持续抬升。

■ **资金角度：定增支撑长期资本支出及分红，优化财务结构。**公司多年来通过自有现金流及债务融资支撑资本支出、分红，现金流实质紧缺，当前资产负债率63%，已位于较高位置，若持续攀升，融资成本将大幅提升。定增项目中38.6亿元用于流动资金补充，若部分用于偿还贷款，资产负债率下降，在保障公司长期布局的同时，资本结构将进一步得到优化。

■ **站在下一个十年新起点，内外求变，阔步迈向全球前三。**当前受消费水平和饮食习惯影响，我国人均饮奶量仍远低于海外市场，行业增长空间广阔。公司一直坚持目标引领战略，13年通过定增抓住行业发展机遇，全方位布局液态奶、奶粉、冷饮、酸奶等，拉开与竞品差距，实现快速发展，成功跻身“全球乳业五强”。公司当前站在下一个十年的新起点，目标25年全球乳业三强，30年全球乳业第一，我们认为，在外部环境变化（需求提升+成本上行），内部积极寻求增长下，此次定增布局产能、提升效率为公司巩固竞争优势、迈向健康产业集团提供重要支撑。

■ **盈利预测与投资评级：**短期看，5月疫情虽略有影响，但白奶动销优良，库存亦良好，预计迈入Q3后基本面催化将展开，中长期看，公司收入利润诉求更为均衡，定增助力长期目标实现，维持“买入”评级，维持目标价56.7元。暂不考虑定增摊薄，摊薄亦有限，我们给予21-23年EPS预测为1.36/1.62/1.86元，目标价56.7元，对应22年35倍PE，维持“买入”评级。

风险提示：需求恢复不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上行

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.58
一年最低/最高价	27.55/51.85
市净率(倍)	7.27
流通A股市值(百万元)	236735.06

基础数据

每股净资产(元)	5.49
资产负债率(%)	59.13
总股本(百万股)	6082.62
流通A股(百万股)	5930.24

相关研究

- 1、《伊利股份（600887）跟踪报告：动销良好，费投减弱，积极关注催化》2021-06-01
- 2、《伊利股份（600887）：环比大幅改善，业绩超预期》2020-08-30
- 3、《伊利股份（600887）：疫情下积极迎战，吹尽狂沙始到金》2020-04-30

表 1: 本次募集资金及投产项目情况

序号	项目名称	原有产能 (万吨)	2020 年 产量 (万吨)	新增产能 (万吨)	定增后 产能 (万吨)	项目投 资总额 (亿元)	拟使用募集 资金金额 (亿元)
1	液态奶生产基地建设项目		886.2	224.4		89.3	54.8
1.1	呼和浩特液态奶全球领先 5G 绿色 生产人工智能应用示范项目			116.1		38.6	36.2
1.2	林甸液态奶生产基地项目			33.0		17.0	3.1
1.3	吴忠奶产业园伊利乳制品绿色智能 制造项目			30.2		13.6	1.1
1.4	呼伦贝尔年产 53 万吨液态奶绿色 生产及人工智能新模式示范应用项 目			24.0		8.9	4.5
1.5	兴安盟年面向液态奶行业“5G 工 业互联网平台”应用智能制造新技 术示范项目			21.1		11.1	9.9
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		22.4	3.7		21.2	15.5
3	长白山天然矿泉水项目		43.1	47.3		7.4	2.7
4	数字化转型和信息化升级项目					18.3	12.5
5	乳业创新基地项目					6.2	5.9
6	补充流动资金及偿还银行贷款项目					38.6	38.6
	其他		4.2				
	合计	1,312.0	955.8	275.4	1,587.4	181.0	130.0

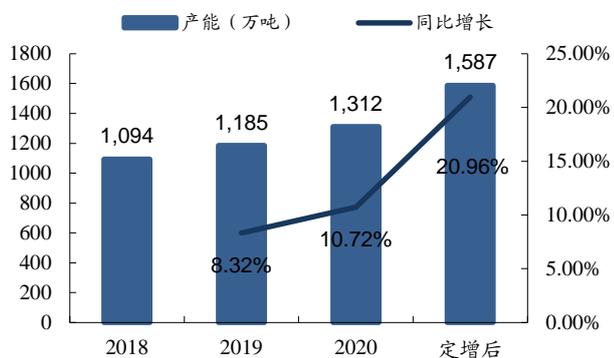
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 公司近五年年度资本开支 (单位: 万元)

年份	2016	2017	2018	2019	2020
液态奶项目	147,626.99	173,253.37	181,283.33	393,528.71	491,830.11
奶粉项目	22,265.11	16,822.14	6,211.85	32,968.60	45,324.30
酸奶项目	16,871.04	13,586.48	22,121.79	26,873.33	40,295.95
冷饮项目	41,216.33	40,941.72	49,416.21	71,047.05	43,956.05
其他项目	9,076.57	5,768.05	130,128.17	217,129.62	39,129.79
合计	237,056.04	250,371.76	389,161.35	741,547.31	660,536.20

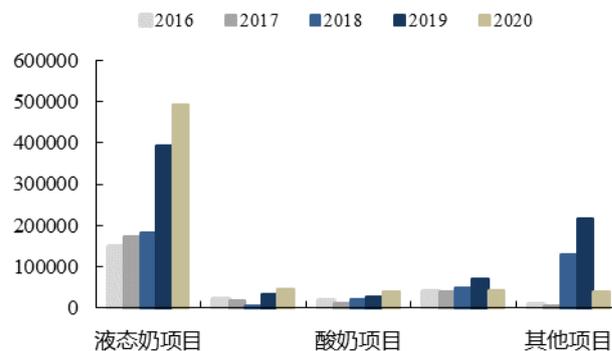
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 1: 2018-2020 年综合年产能 (万吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 公司近五年年度资本开支 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

伊利股份三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	28,381	33,172	37,128	41,307	营业收入	96,886	109,481	121,524	134,284
现金	11,695	14,690	16,969	19,374	减:营业成本	61,806	69,630	76,560	84,062
应收账款	1,759	1,988	2,207	2,438	营业税金及附加	547	602	668	739
存货	7,545	8,500	9,346	10,262	营业费用	21,538	24,458	27,343	30,214
其他流动资产	7,258	7,914	8,551	9,201	管理费用	4,876	5,534	6,076	6,714
非流动资产	42,774	44,786	47,444	49,894	研发费用	487	580	668	739
长期股权投资	2,903	2,903	2,903	2,903	财务费用	188	80	85	90
固定资产	23,343	28,479	33,951	39,414	资产减值损失	-339	-113	-83	-143
在建工程	5,425	4,684	3,944	3,204	加:投资净收益	771	865	974	1,054
无形资产	1,536	1,663	1,790	1,917	其他收益	859	865	961	1,014
其他非流动资产	9,567	7,057	4,857	2,457	资产处置收益	-6	-11	-12	-13
资产总计	71,154	77,958	84,573	91,201	营业利润	8,558	9,994	11,755	13,430
流动负债	34,768	39,069	43,025	47,204	加:营业外净收支	-408	-375	-343	-314
短期借款	6,957	6,957	6,957	6,957	利润总额	8,150	9,618	11,411	13,116
应付账款	11,636	13,109	14,413	15,826	减:所得税费用	1,051	1,350	1,536	1,803
其他流动负债	16,176	19,003	21,655	24,421	少数股东损益	21	21	25	28
非流动负债	5,853	5,853	5,853	5,853	归属母公司净利润	7,078	8,248	9,850	11,284
长期借款	1,375	1,375	1,375	1,375	EBIT	7,633	8,676	10,208	11,817
其他非流动负债	4,478	4,478	4,478	4,478	EBITDA	10,075	12,993	14,954	17,198
负债合计	40,622	44,922	48,878	53,057	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	149	169	194	222	每股收益(元)	1.16	1.36	1.62	1.86
归属母公司股东权益	30,384	32,866	35,501	37,922	每股净资产(元)	5.00	5.34	5.71	6.04
负债和股东权益	71,154	77,958	84,573	91,201	发行在外股份(百万股)	6083	6083	6083	6083
					ROIC(%)	15.3%	16.4%	18.5%	20.4%
					ROE(%)	23.3%	25.4%	28.4%	30.7%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	36.2%	36.4%	37.0%	37.4%
经营活动现金流	9,457	14,493	16,182	18,274	销售净利率(%)	7.3%	7.6%	8.1%	8.4%
投资活动现金流	-9,043	-5,321	-6,331	-6,723	资产负债率(%)	57.1%	57.6%	57.8%	58.2%
筹资活动现金流	-47	-6,177	-7,572	-9,145	收入增长率(%)	7.4%	13.0%	11.0%	10.5%
现金净增加额	367	2,994	2,279	2,406	净利润增长率(%)	2.1%	16.5%	19.4%	14.6%
折旧和摊销	2,442	4,317	4,746	5,381	P/E	34.01	29.19	24.44	21.33
资本开支	-6,500	-6,720	-7,329	-7,801	P/B	7.92	7.41	6.94	6.55
营运资本变动	172	1,877	2,097	2,163	EV/EBITDA	24.02	18.39	15.83	13.62

数据来源: 贝格数据, 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:

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。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>