



2021年6月8日

### 伊利股份 (600887) : 定增建产能, 布局全产业链

食品饮料

推荐(维持) 当前股价: 37.86元

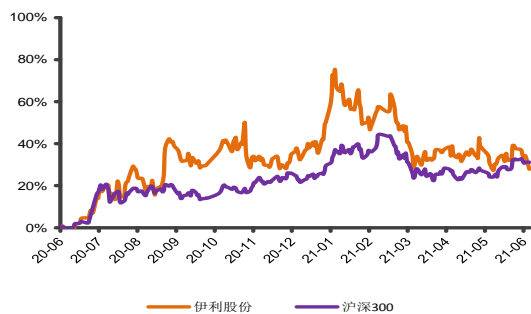
#### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	96,886	110,428	124,870	139,097
(+/-)	7.4%	14.0%	13.1%	11.4%
营业利润	8,558	10,423	12,232	14,084
(+/-)	3.4%	21.8%	17.4%	15.1%
归属母公司净利润	7,078	8,667	10,203	11,772
(+/-)	2.1%	22.4%	17.7%	15.4%
EPS (元)	1.16	1.42	1.68	1.94
市盈率	32.5	26.6	22.6	19.6

#### 公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	60.83/59.30
流通市值 (亿元)	2,235
每股净资产 (元)	4.67
资产负债率 (%)	57.10

#### 股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● **事件:** 6月5日, 伊利股份发布非公开发行A股股票预案, 本次发行对象不超过35名特定对象, 募集资金总额不超过130亿元。本次募集资金主要投向为液态奶生产基地、全球领先5G+工业互联网婴儿配方奶粉智能制造、长白山天然矿泉水、数字化转型和信息化升级、乳液创新基地、补充流动资金及偿还银行贷款六个项目。

● **点评:** 公司属于乳制品行业龙头, 主要以常温液态奶、奶粉及奶制品、冷饮产品为主。本次募资拟扩产液态奶业务224.4万吨/年, 奶粉业务3.65万吨/年、矿泉水业务47.3万吨/年。(1) 液态奶作为公司最主要的业务, 营收占比78.57%。根据Euromonitor数据, 2020年国内乳制品行业CR2达48%, 伊利占26.4%, 作为行业绝对龙头, 公司在品牌、渠道方面具有领先优势。自控奶源一直是企业竞争的重要根源, 公司借助呼和浩特、林甸、吴忠和呼伦贝尔等区域丰富的原奶资源, 拟使用资金54.8亿新建液态奶生产基地, 长期坚持“奶源先行”的生产基地建设策略能保障液态奶生产基地建设项目的顺利投产, 新增的液态奶产能充分释放后, 市场占有率将进一步提升。(2) 根据《2020中国奶业质量报告》, 2019年美国人均乳制品消费量约为106公斤, 日本人均乳制品消耗量95.4公斤, 我国人均乳制品消费量折合生鲜乳为35.8公斤, 与发达国家差距仍较大, 液态奶人均消费量还有很大的上升空间。(3) 公司作为国产婴儿配方奶粉的领先企业之一, 奶粉业务营收占比从2016年的9%不断提升至13.30%, 5G+工业互联网婴儿配方奶粉项目(拟投入资金15.5亿)有望积极推动奶粉业务向高端化、差异化发展, 拓展奶粉业务产能, 为未来业务发展打下坚实的基础。(4) 另外, 公司还积极推动产品多元化, 延伸主产品线, 募资投入长白山天然矿泉水项目, (拟使用资金2.7亿), 并推出了“伊刻活泉”火山低温矿



泉水和“伊然”乳矿轻饮等健康饮品。随着居民生活水平的提高和健康意识的增强，消费者逐渐向矿泉水和高端水消费升级，中国矿泉水的市场规模有望进一步提升。(5) 作为行业龙头，公司品牌价值巨大，再加上主营业务正在从液态奶迈向奶粉、健康饮品等领域，公司有望转型成为综合性乳制品企业，随着消费者的品牌意识增强和可支配收入的增加，奶粉、低温牛奶、健康饮品等高价值品类有望快速增长。

- **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 1,104.28、1,248.70 和 1,390.97 亿元，EPS 分别为 1.42、1.68 和 1.94 元，当前股价对应 PE 分别为 26.6、22.6 和 19.6 倍，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；国外市场拓展不达预期；食品安全问题等。



图表：公司盈利预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>96,886</b>	<b>110,428</b>	<b>124,870</b>	<b>139,097</b>
货币资金	11,695	8,771	8,412	8,642	营业成本	61,806	69,330	78,121	86,732
应收款	1,875	2,147	2,428	2,705	营业税金及附加	547	547	547	547
存货	7,545	8,474	9,331	10,360	销售费用	21,538	25,178	28,221	31,297
其他流动资产	7,266	7,629	8,010	8,411	管理费用	4,876	5,411	6,243	6,955
流动资产合计	28,381	27,021	28,181	30,117	财务费用	188	92	121	146
<b>非流动资产:</b>					研发费用	487	552	624	695
金融类资产	3,894	4,284	4,712	5,183	费用合计	27,089	31,233	35,210	39,094
固定资产+在建工程	28,768	32,977	37,091	41,105	资产减值损失	-327	-229	-160	-112
无形资产+商誉	1,897	2,087	2,296	2,525	公允价值变动	171	0	0	0
其他非流动资产	8,214	9,035	9,939	10,933	投资收益	600	630	661	694
非流动资产合计	42,774	48,383	54,038	59,747	<b>营业利润</b>	<b>8,558</b>	<b>10,423</b>	<b>12,232</b>	<b>14,084</b>
资产总计	71,154	75,404	82,219	89,864	加: 营业外收入	49	53	59	65
<b>流动负债:</b>					减: 营业外支出	457	503	553	608
短期借款	6,957	7,305	7,670	8,053	<b>利润总额</b>	<b>8,150</b>	<b>9,974</b>	<b>11,738</b>	<b>13,540</b>
应付账款、票据	11,636	13,096	14,539	16,142	所得税费用	1,051	1,286	1,514	1,746
其他流动负债	16,176	17,148	18,837	20,694	<b>净利润</b>	<b>7,099</b>	<b>8,688</b>	<b>10,224</b>	<b>11,794</b>
流动负债合计	34,768	37,548	41,046	44,889	少数股东损益	21	21	22	22
<b>非流动负债:</b>					<b>归母净利润</b>	<b>7,078</b>	<b>8,667</b>	<b>10,203</b>	<b>11,772</b>
长期借款	1,375	0	0	0					
其他非流动负债	4,478	4,702	4,937	5,184	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
非流动负债合计	5,853	4,702	4,937	5,184	<b>成长性</b>				
负债合计	40,622	42,250	45,983	50,074	营业收入增长率	7.4%	14.0%	13.1%	11.4%
<b>所有者权益</b>					营业利润增长率	3.4%	21.8%	17.4%	15.1%
股本	6,083	6,083	6,083	6,083	归母净利润增长率	2.1%	22.4%	17.7%	15.4%
资本公积金	1,417	1,417	1,417	1,417	总资产增长率	17.7%	6.0%	9.0%	9.3%
未分配利润	20,493	22,245	24,305	26,679	<b>盈利能力</b>				
少数股东权益	149	149	149	149	毛利率	36.2%	37.2%	37.4%	37.6%
所有者权益合计	30,533	33,154	36,236	39,790	营业利润率	8.8%	9.4%	9.8%	10.1%
负债和所有者权益	71,154	75,404	82,219	89,864	三项费用/营收	28.0%	28.3%	28.2%	28.1%
					EBIT/销售收入	8.9%	9.5%	9.8%	10.1%
					净利润率	7.3%	7.9%	8.2%	8.5%
					ROE	23.3%	26.2%	28.2%	29.6%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>营运能力</b>				
净利润	7099	8688	10224	11794	总资产周转率	136.2%	146.4%	151.9%	154.8%
折旧与摊销	2442	2639	3077	3536	<b>资产结构</b>				
财务费用	668	92	121	146	资产负债率	57.1%	56.0%	55.9%	55.7%
存货的减少	195	-929	-858	-1028	<b>现金流质量</b>				
营运资本变化	-645	1187	1163	1326	经营净现金流/净利润	1.39	1.39	1.38	1.38
其他非现金部分	105	385	430	481	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	9852	12063	14158	16254	每股收益	1.16	1.42	1.68	1.94
投资活动现金净流量	-9043	-7238	-7619	-8021	每股净资产	5.02	5.45	5.96	6.54
筹资活动现金净流量	-47	-7749	-6898	-8003					
现金流量净额	367	-2,924	-359	230					

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



## 分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>