

公司分析

伊利 (600887.SH)

评级：增持，估值：¥49.5

材料成本增加，定增扩充产能

现价：¥ 38.0

- 二零年收入 ¥965 亿, 同比增 7.2%
 - 二零年毛利 ¥396 亿, 同比增 3.3%; 毛利率 36.0%, 跌 1.3% 点
 - 核心经营溢利 ¥83 亿, 同比增 4.0%
 - 报告股东溢利 ¥71 亿, 同比增 2.1%
 - 二零年产能 1,312 万吨, 同比增 10.7%; 产能利用率 72.8%, 跌 6.2% 点。
 - 计息负债沉重, 净流动资产负值, 利息压力
 - 非公开发售新股, 集资不超过 ¥130 亿, 主要投资液态奶生产, 部分减债
 - 按现价计, 二一年 P/E 或为 28.9 倍, P/B 为 5.2 倍; 二二年 P/E 为 24.7 倍, P/B 为 5.4 倍

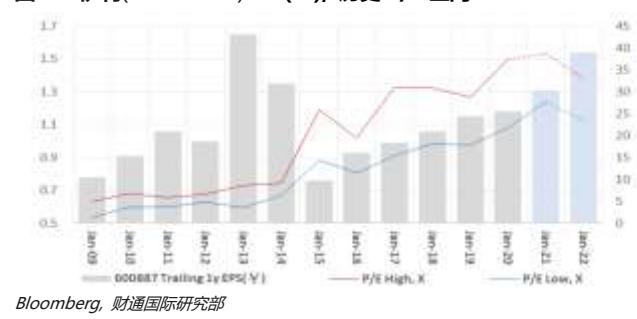
图一：伊利(600887.SH)月 K 线图(log)



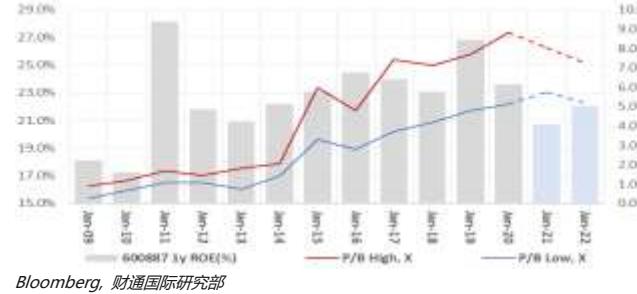
Investing.com, 财通国际研究部

免责声明：财通国际证券有限公司（“财通国际证券”）可于法律许可下与本文内提及公司建立商业关系。本文作者未持有伊利(600887.SH)及本文内公司分析中所述公司之股份。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。要约及招揽或向他人作出邀请及招揽。本报告的信息来源于已公开或相信属可靠的资料，财通国际证券概不保证该等信息的真确性、准确性或完整性，或对客户声称于报告中发现的任何明示或暗示之陈述负责。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咨询或投资建议。本报告内提及公司不一定适合所有投资者，在作出投资决定前，客户应充分考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，不宜单依靠本报告作出投资决定。财通国际证券不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告的版权归财通国际证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯财通国际证券版权的其他方式使用。

图二：伊利(600887.SH)EPS(元) 历史 P/E 区间



图三：伊利(600887.SH)ROE(%)，历史 P/B 区间



Bloomberg, 财通国际研究部

表二：集团损益账	FY21	FY20	FY19	FY18
对外收入(¥百万)	108,746	96,524	90,009	78,976
销售成本	<u>(69,138)</u>	<u>(61,806)</u>	<u>(56,392)</u>	<u>(49,106)</u>
毛利(¥百万)	39,607	34,718	33,617	29,870
销售费用	(23,598)	(21,538)	(21,070)	(19,773)
管理费用	(5,872)	(4,876)	(4,285)	(2,980)
研发费用	(652)	(487)	(495)	(427)
利息收入	362	362	214	577
政府补助	972	676	588	747
税金及附加	(609)	(547)	(577)	(531)
核心经营溢利(¥百万)	9,847	8,309	7,992	7,484
财务费用	(160)	(188)	(8)	60
投资收益	578	600	545	261
核心税前溢利(¥百万)	10,264	8,721	8,529	7,805
一次性项目：				
公允价值变动	0	171	78	0
信用减值	0	12	(61)	-
资产减值	(373)	(339)	(241)	(76)
资产处置	0	(6)	(25)	(38)
捐赠	(107)	(349)	(71)	(84)
其他	0	(60)	(15)	(29)
除税前溢利(¥百万)	9,784	8,150	8,194	7,578
所得税	(1,321)	(1,051)	(1,243)	(1,126)
少数权益	23	21	17	12
报告股东溢利(¥百万)	8,441	7,078	6,934	6,440
每股报告溢利(¥)	1.31	1.16	1.14	1.06
每股派息(¥)	0.30	0.82	0.81	0.70
毛利率(%)	36.4%	36.0%	37.3%	37.8%
销售费率(%)	-21.7%	-22.3%	-23.4%	-25.0%
管理费率(%)	-5.4%	-5.1%	-4.8%	-3.8%
研发费率(%)	-0.6%	-0.5%	-0.6%	-0.5%
核心经营利率(%)	9.1%	8.6%	8.9%	9.5%
已发行股数(百万)	6,424.7	6,082.6	6,096.4	6,078.1
市盈率(X)	28.9	38.1	26.5	20.5
每股账面值(¥)	7.36	5.02	4.26	4.61
股本回报率(%)	17.9%	23.2%	26.7%	23.0%
市账率(X)	5.2	8.8	7.1	4.7
市值(¥百万)	244,140			

二零年集团营业收入¥965亿，同比增7.2%。其中液体乳产品收入增3.2%，至¥761亿，占总收入79.8%；奶粉及奶制品收入大增28.1%，至¥129亿，占比增至13.5%，主因自一九年八月起合并Westland Dairy Company Limited，奶粉销量增加；冷饮产品收入¥62亿，同比增9.4%；矿泉水等其他产品收入¥1.8亿，增189%。集团毛利¥347亿，同比增3.3%；毛利率36.0%，下跌1.3%点，奶粉及奶制品单位售价大幅下跌。经营费用(销售+管理+研发)¥269亿，同比增4.1%，增幅小于收入。计入税金及附加开支¥5.5亿，利息收入¥3.6亿及政府补助¥6.8亿后，集团核心经营溢利¥83亿，同比增4.0%。期内超短期融资券等计息负债增加，财务净支出净增¥1.8亿至¥1.9亿。投资收益增10.1%，至¥6亿。核心税前溢利¥87亿，同比增2.3%。

期内重大一次性损益为资产减值亏损¥3.4亿(上年同期¥2.4亿)，对外捐赠¥3.5亿(上年同期¥0.7亿)。二零年集团除税前溢利¥82亿，同比稍跌0.5%。所得税开支减少15.4%，至¥10.5亿，报告股东溢利¥71亿，同比增2.1%。每股报告溢利¥1.16(上年同期¥1.14)，每股派息¥0.82(上年同期¥0.81)，股息率约1.8%。

二一年一季度营业收入¥273亿，同比增32.7%。毛利¥103亿，增33.6%，毛利率37.7%，增0.2%点。核心经营溢利¥35亿，同比大增101.5%，主因收入同比大增，同时经营费用控制得宜。报告股东溢利¥28亿，同比大增147.7%。

伊利主要营业支柱为液体乳产品分部，二零年分部收入¥761亿，同比增3.2%，占总收入79.8%；毛利¥259亿，跌0.2%；毛利率34.1%，跌1.1%点。营业成本中，受市场原料奶价格上涨影响，直接材料成本同比增4.9%，至¥447亿；人工成本及制造费用也分别增5.6%及5.7%，至¥13亿及¥42亿。销售量900.5万吨，增3.4%，单位售价¥8.5/千克，同比持平。

其他分部中，奶粉及奶制品分部二零年收入¥129亿，同比增28.1%，主因自一九年八月起合并Westland Dairy Company Limited，奶粉销量增加；毛利¥55亿，增14.2%；毛利率42.9%，同比大跌5.2%。营业成本中，

直接材料成本大增 42.5%，至¥62 亿。销量增 60.0%，至 22.9 万吨，惟单位售价大幅下跌 19.8%，至¥56.2/kg。冷饮产品分部收入¥62 亿，同比增 9.4%；毛利¥30 亿，增 14.4%；毛利率 48.7%，增 2.2% 点。销售量 43.2 万吨，增 6.4%；单位售价¥14.3，增 2.9%。

二零年总产量达 956 万吨，同比增 2.1%；年产能 1,312 万吨，大增 10.7%；产能利用率跌 6.2% 点，至 72.8%。总销量 971 万吨，增 4.8%。

原奶价格上涨，上游业务拓展

伊利原料奶供应商优然牧业(9858.HK)6 月在港交所上市。优然牧业成立于 1984 年，于 2015 年将业务从伊利分拆出来运营。优然牧业业务主要为原料奶、反刍动物养殖系统化解决方案。伊利持有 40% 股份。伊利同时为优然牧业最大客户。于 2018 年、2019 年及 2020 年，伊利向优然牧业购买原料奶¥2,393 百万、¥2,845 百万及¥6,701 百万，分别占同期原料奶收入的 91.7%、92.9% 及 95.8%。优然牧业招股书示，二零年主要产品优质生鲜乳售价¥4.3/千克，同比增 4.9%，较一八年增 10.3%；特色生鲜乳售价¥5.5/千克，同比持平。图四示，中国生鲜乳价格自二零年下半年持续上升，伊利产品直接材料成本提高，压抑毛利空间。受春节时点波动影响，2020 年春节备货导致 2019 年期末库存量较大。同时，二零年疫情影响下，相信集团为保持销量增长、减少库存采取促销减价，降低单位售价。

据中国奶业协会统计，虽然二零年中国牛奶产量达到 3,440 万吨，同比增长 7.5%，但进口乳制品折算原料奶为 1,887 万吨，奶源自给率仅 65.3%，牛奶仍然供不应求。据国家统计局数字，二一年上半年牛奶零售价¥12.48/千克，同比上涨 2.5%；据中国奶业协会数据，二一年前四个月液态奶进口量 42.4 万吨，同比增 50.7%。液态奶进口量增加暗示国内液态奶市场供不应求。据凯度零研数据，截至二零年 12 月底，伊利常温液态类乳品的市场渗透率达到 84.7%，商家占据市场，或暗示疫情后伊利产品存在提价空间。

表三甲: 分部业绩	FY21E	FY20	FY19	FY18	FY17
液体乳产品	85,396	76,123	73,761	65,679	55,766
奶粉及奶制品	15,193	12,885	10,055	8,045	6,428
冷饮产品	6,842	6,158	5,631	4,997	4,606
其他	237	179	62	-	-
对外收入(¥百万)	107,669	95,345	89,509	78,721	66,801

液体乳产品	29,462	25,920	25,963	23,126	19,611
奶粉及奶制品	6,715	5,527	4,839	4,406	3,468
冷饮产品	3,353	2,997	2,619	2,252	1,984
其他	78	61	22	-	-
毛利(¥百万)	39,607	34,505	33,442	29,785	25,063

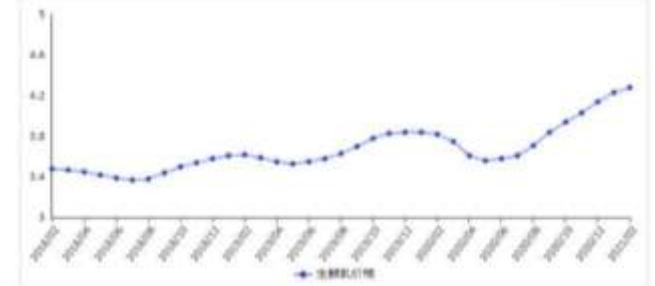
液态奶产品	34.5%	34.1%	35.2%	35.2%	35.2%
奶粉及奶制品	44.2%	42.9%	48.1%	54.8%	54.0%
冷饮产品	49.0%	48.7%	46.5%	45.1%	43.1%
其他	32.7%	33.8%	34.8%	-	-
毛利率(%)	36.8%	36.2%	37.4%	37.8%	37.5%

公司公告, 财通国际研究部

表三乙: 营业成本	FY21E	FY20	FY19	FY18	FY17
液体乳产品	55,934	50,203	47,798	42,553	36,156
直接材料		44,703	42,596	37,993	32,272
直接人工		1,301	1,232	1,061	923
制造费用		4,198	3,970	3,499	2,961
奶粉及奶制品	8,478	7,358	5,216	3,638	2,960
直接材料		6,170	4,331	2,963	2,377
直接人工		244	217	150	130
制造费用		943	668	526	454
冷饮产品	3,490	3,161	3,012	2,745	2,622
直接材料		2,386	2,236	2,043	1,916
直接人工		257	262	246	255
制造费用		518	514	457	451
其他	160	118	40	-	-
直接材料		108	36	-	-
直接人工		2	0	-	-
制造费用		9	4	-	-
营业总成本(¥百万)	68,061	60,840	56,067	48,936	41,737

公司公告, 财通国际研究部

图四：2018-2021 二月中国生鲜乳价格(元/千克)

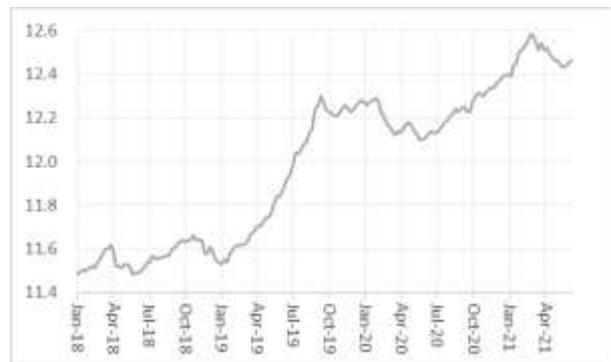


中商情报网, 财通国际研究部

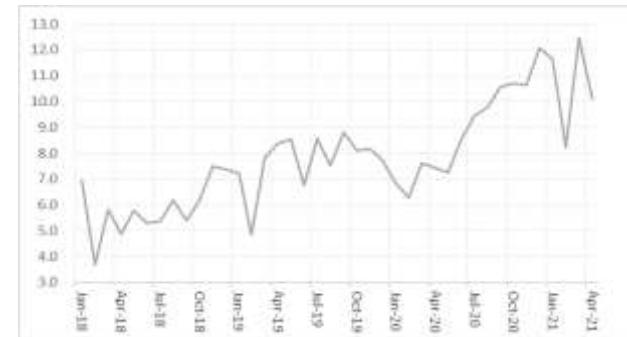
免责声明：财通国际证券有限公司(“财通国际证券”)可于法律许可下与本文内提及公司建立商业关系。本文作者未持有伊利(600887.SH)及本文内公司分析中所述公司之股份。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请、要约及招揽或向他人作出邀请及招揽。本报告的信息来源于已公开或相信属可靠的资料，财通国际证券概不保证该等信息的真确性、准确性或完整性，或对客户声称于报告中发现的任何明示或暗示之陈述负责。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的咨询或投资建议。本报告内提及公司不一定适合所有投资者，在作出投资决定前，客户应充分考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，不宜单依靠本报告作出投资决定。财通国际证券不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告的版权归财通国际证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何形式侵犯财通国际证券版权的其他方式使用。

	FY21E	FY20	FY19	FY18	FY17
液体乳产品					
生产量	9,836.6	8,861.8	8,758.3	8,107.1	7,246.0
销售量	9,815.6	9,005.2	8,709.4	8,081.3	7,268.9
库存量	144.7	123.7	267.1	218.2	192.4
奶粉及奶制品					
生产量	257.0	223.5	181.5	109.5	94.2
销售量	259.3	229.4	143.4	109.0	94.1
库存量	40.6	42.9	48.9	10.8	10.4
冷饮产品					
生产量	463.9	431.2	410.1	398.5	381.4
销售量	465.5	431.8	405.9	393.1	382.8
库存量	13.5	15.0	15.7	11.5	6.1
其他					
生产量	68.3	41.5	14.1	-	-
销售量	65.9	44.0	10.5	-	-
库存量	3.4	1.1	3.6	-	-
总销量(千吨)	10,606	9,710	9,269	8,583	7,746
总产量(千吨)	10,626	9,558	9,364	8,615	7,722
产能(千吨/年)	14,509	13,120	11,850	10,940	-
产能利用率(%)	73.2%	72.8%	79.0%	78.7%	-

公司公告, 财通国际研究部

图五: 2018-2021 六月中国牛奶零售价(元/千克)


商务局, Wind, 财通国际研究部

图六: 2018-2021 四月中国液态奶进口数量(万吨)


中国乳业协会, Wind, 财通国际研究部

	FY21	FY20	FY19	FY18	FY17
液体乳产品					
单位售价(¥/kg)	8.7	8.5	8.5	8.1	7.7
单位成本	5.7	5.6	5.5	5.3	5.0
单位毛利	3.0	2.9	3.0	2.9	2.7
奶粉及奶制品					
单位售价(¥/kg)	58.6	56.2	70.1	73.8	68.3
单位成本	32.7	32.1	36.4	33.4	31.5
单位毛利	25.9	24.1	33.7	40.4	36.9
冷饮产品					
单位售价(¥/kg)	14.7	14.3	13.9	12.7	12.0
单位成本	7.5	7.3	7.4	7.0	6.8
单位毛利	7.2	6.9	6.5	5.7	5.2
其他					
单位售价(¥/kg)	3.6	4.1	5.9	-	-
单位成本	2.4	2.7	3.8	-	-
单位毛利	1.2	1.4	2.1	-	-

公司公告, 财通国际研究部

表六: 优然牧业销量及单价

	FY20	FY19	FY18
销量			
原料奶(千吨)			
优质生鲜乳	1,134	383	336
特色生鲜乳	396	273	236
单价			
原料奶(¥/千克)			
优质生鲜乳	4.3	4.1	3.9
特色生鲜乳	5.5	5.5	5.6

公司公告, 财通国际研究部

二零年十月第十一届中国乳业大会上, 伊利执行总裁张剑秋表示未来5年伊利将持续投入300亿, 扶持上游乳业发展; 二一年2月, 集团通过强制收购方式完成对现代化农牧企业中地乳业的收购, 持股比例98.47%。伊利通过开发上游产业, 或可未来减少成本, 提高产品竞争力。

净流动资产负值，增发新股扩充产能

截至二零年十二月，集团EBITDA同比增6.4%，至¥111亿，计入运营资金变动后，经营活动现金所得¥99亿，增16.5%，主因期内销量增加，库存减少。期内物业、厂房及设备净增¥65亿，同比减少29.4%，投资净增¥33亿，投资活动耗用现金减少9.5%，至¥90亿。融资活动耗用现金¥47百万，主因分配股利、利润或偿付利息¥53亿，被借款净增¥51亿抵消。期内现金及其等价物净增¥762百万，期末现金¥114亿。

截至二零年，集团净流动负债¥64亿，资产负债率达57.1%，对比一八年净流动资产¥53亿，资产负债率41.1%。主因一九年及二零年集团为扩大生产基地、建设营销网络及品牌营销，借款及应付债券。二零年长期借款同比增约192%，至¥14亿；应付债券同比增151%，至¥38亿。短期借款亦同比增52.6%，至¥70亿。二零年财务费用¥188百万，对比上年¥8百万。

净流动负债¥64亿，主要为应付账款¥114亿，同比增8.3%，主要包括原辅材料等贷款¥64亿，应付营销及运输费¥27亿，应付工程及设备款¥15亿。合同负债¥61亿。短期借款¥70亿；流动资产现金¥3,385百万及贸易应收款¥663百万；贸易及其他应付款¥1,215百万。有息负债比重较高。二零年有息负债达到¥129亿，占总负债的比例达31.8%。

6月4日，伊利披露定增预案，拟向不超过35名特定对象非公开发行A股，募集资金不超¥130亿，发行不超过发行前公司总股本10%。按现价计算，最高发行342百万股新股，约占当前股数5.6%。6月7日，公告发布后的首个交易日，集团股价下跌4.78%。

图七示，伊利本次募集资金拟用于液态奶生产基地建设、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、乳业创新基地、补充流动资金及偿还银行贷款等六个项目。

若二一年下半年募资项目启动，则本次集资项目至2024年可增加年产能约2,754千吨，较二零年底产能大约扩

图七：定增预案募资项目

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额	
			拟使用募集资金金额	单币：万元
1	液态奶生产基地建设项目	892,653.59	548,000.00	
1.1	呼和浩特液态奶全球领先的5G绿色生产人工智能应用示范项目	386,024.78	362,000.00	
1.2	林甸液态奶生产基地项目	170,325.43	31,000.00	
1.3	吴忠奶产业项目伊利乳制品绿色智能制造项目	136,133.96	11,000.00	
1.4	呼伦贝尔年产55万吨液态奶绿色生产及人工智能新模式示范应用项目	89,169.42	45,000.00	
1.5	兴安盟衔接液态奶行业“5G工业互联网平台”应用智能制造新技术示范项目	111,000.00	99,000.00	
2	全球领先的5G工业互联网婴儿配方奶粉智能制造示范项目	211,965.17	155,000.00	
3	长白山天然矿泉水项目	74,388.00	27,000.00	
4	数字化转型和信息化升级项目	183,282.00	125,000.00	
5	乳业创新基地项目	62,204.38	59,000.00	
6	补充流动资金及偿还银行贷款项目	386,000.00	386,000.00	
	合计	1,810,493.14	1,300,000.00	

公司公告，财通国际研究部

表七：募资项目	液态奶					奶粉	矿泉水
	呼和浩特	林甸	吴忠奶	呼伦贝尔	兴安盟		
生产线(条)	32	18	11	9	8	3	2
产能(吨/天)	3,181	903	828	658	578	100	1,296
产能(千吨/年)	1,161	330	302	240	211	37	473
总投资(百万)	3,860	1,703	1,361	892	1,110	2,120	744
拟用募集资金(百万)	3,620	310	110	450	990	1,550	270
建设周期(月)	19	31	32	28	24	26	15
内部收益率(%)	31.4%	29.6%	34.9%	22.7%	22.1%	12.55%	16.01%
投资回收期(年)	3.14	3.29	2.87	4.09	4.15	6.43	5.70

公司公告，财通国际研究部

大21.0%。其中，液态奶项目预计总投资金额为¥89亿，拟使用募集资金¥55亿，占总募集资金42.2%，项目完成后液态奶将新增2,244千吨产能。液态奶生产基地建设项目的目是扩大常温液态奶生产规模，巩固伊利常温液态奶的市场地位。根据伊利的测算，液态奶项目下的五个子项目的内部收益率在22.1%-34.9%，投资回收期约为2.87年至4.15年。另配方奶粉项目预计总投资¥21.2亿，拟使用募集资金¥15.5亿，将新增37吨产能。长白山矿泉水项目预计总投资¥7.4亿，拟使用募集资金¥2.7亿，将新增473千吨产能。

数字化转型总投资¥18.3亿，拟用募集资金¥12.5亿；乳业创新项目投总资¥6.2亿，拟用募集资金¥5.9亿。二零年集团销售费用率达22.3%，虽同比下降，但仍存

在较大改善空间。随着疫情影响削弱，公司持续推动数字化转型，销售费用使用效率或将提高，降低费用率，推动经营利润率提升。

惟集团集资项目投资回报期长，其中数字化及乳业创新项目不产生收益，短期内或难变现；据尼尔森零研数据，二零年国内常温牛奶、低温牛奶细分市场零售额同比分别增长 11.5%、21.7%，增速不高，而伊利在常温液态类乳品市场中的渗透率已达到 84.7%，因此，液态奶生产基地建设的预期收益可能不及伊利的预测值。

须留意伊利近年来资产负债率不断攀升，本次集资项目中补充流动资金及偿还银行贷款项目拟使用 ¥ 38.6 亿，占总募集资金的 29.7%，净流动负债缩减 60.4%，但仍达 ¥ 25 亿。集团公告所示项目总投资额约 ¥ 142 亿，超过本次最高募集资金(¥ 130 亿)约 9.6%。负债压力加大同时，集团保持高额现金分红。一八年到二零年，伊利分别派发现金分红 ¥ 42.5 亿、¥ 49.1 亿和 ¥ 49.9 亿，合计约 ¥ 141.3 亿，超过此次拟通过定增募集的资金总额。截至二一年 5 月 31 日，集团二一年已发行 23 期超短期融资券。二十二、二十三期发行总额为 ¥ 25 亿及 ¥ 18 亿，发行利率均为 2.30%。

根据伊利的说明，乳制品行业属于资金密集型行业，生产基地、营销网络的建设及品牌营销均需要大量的资金。预计未来，集团为了实现业务规模的快速增长，将持续进行资本投入。本次定增或将暂时缓解集团负债及现金流压力，未来盈利能力随规模扩大实现大幅增长，同时有效降低经营费率，至为关键。

伊利现价 ¥ 38.0，市值约 ¥ 2,441 亿，二一年三月止历史 P/E 约 27.8 倍，P/B 约 7.1 倍。财通国际预计二一年及二二年集团收入或同比增 12.7% 及 11.0%，至 ¥ 1,087 亿及 ¥ 1,207 亿；疫情后毛利率提高，经营费用控制，报告股东溢利或同比增 19.3% 及 17.3%，至 ¥ 84 亿及 ¥ 99 亿，P/E 约 28.9 倍及 24.7 倍。假定按定增预案最高额度发售新股，二一年及二二年 P/B 约 5.2 倍及 5.4 倍。一九年以来溢利加大资本开支扩建产能，布局上游原奶产业，未来或将取得更大市占率，同时提升议价能力。中国人均牛奶消费虽逐步提高，但较日本、美国等发达国家仍

表八：资产负债表摘要 (¥百万)	FY20	FY19	FY18
长期股权投资	2,903	1,961	1,909
其他权益工具投资	3,630	1,148	-
固定资产	23,343	18,296	14,688
在建工程	5,425	6,165	2,687
无形资产	1,536	1,409	639
递延所得税资产	1,294	744	609
其他	4,643	5,033	2,619
非流动资产	42,774	34,755	23,151
货币资金(现金)	11,695	11,325	11,051
应收账款	1,616	1,616	1,101
预付款项	1,290	1,157	1,460
存货	7,545	7,715	5,507
一年内到期非流动资产	1,562	303	-
其他	4,672	3,590	5,337
流动资产	28,381	25,706	24,455
长期借款	1,375	471	289
应付债券	3,762	1,500	-
其他	716	784	109
非流动负债	5,853	2,755	398
短期借款	6,957	4,560	1,523
应付账款	11,376	10,501	8,839
合同负债	6,056	6,020	4,401
应付职工薪酬	2,713	2,420	2,513
其他应付款	3,137	3,822	1,221
其他	4,529	4,411	673
流动负债	34,768	31,734	19,171
流动资产净值	(6,388)	(6,028)	5,285
资产总值减流动负债	36,386	28,727	28,435
权益总额	30,533	25,973	28,037

公司公告: 财通国际研究部

有很大差距，随着人均收入增长及三胎政策开放，未来市场仍存较大空间。

技术分析上，伊利股价正处在 ¥ 37.1 支持线左右，一旦跌破，则在 ¥ 32.5 有长期支持；一旦跌破，或将面临股价大幅下调风险。向上则在 ¥ 64.8 存在长期阻力。动量指标及 RSI 指标也已接近长期支持。财通国际给予【增

持】评级，按二二年 P/E 约 32 倍，P/B 约 7.1 倍计算，
 估值约 ¥49.5。风险为收入提高不及预期，资金投入再加
 重负债，估值下调。

表九: 现金流表摘要 (¥百万)

	FY20	FY19	FY18
经调整EBITDA	11,087	10,424	9,318
存货	195	(1,584)	(864)
应收项目	(3,302)	(2,222)	(933)
应付项目	2,657	3,045	2,315
其他	(785)	(1,208)	(1,212)
经营活动所得现金流净额	9,852	8,455	8,625
固定资产、无形资产等长期资产	(6,500)	(9,209)	(5,043)
投资净增	(3,346)	694	(176)
收购子公司	2	(1,615)	-
投资收益	824	209	116
投资活动耗用现金流净额	(9,043)	(9,999)	(5,374)
借款净增	5,122	6,633	(6,337)
吸收投资收到的现金	248	275	18
分配股利、利润或偿付利息	(5,310)	(4,406)	(4,393)
其他	(106)	(3,518)	(37)
融资活动所得现金流净额	(47)	(1,016)	(10,749)
现金及现金等价物增加净额	762	(2,560)	(7,498)
期初现金及现金等价物	11,067	13,565	20,756
汇兑收益	(395)	62	307
期末现金及现金等价物	11,434	11,067	13,565

公司公告 财通国际研究部

微信公众平台：

CT_International



财通国际证券有限公司

地址:香港上环皇后大道中 181 号新纪元广场 24 楼 2401-03 室

电话: (852) 37132901

传真: (852) 37132903

客户服务热线

内地: (86) 4 63 96336

香港: (852) 3713 2919

电邮: cs@ctsec.com