

**公司点评**
**伊利股份 (600887)**
**食品饮料 | 食品加工**
**定增布局长远，巩固龙头地位，扩大成长空间**

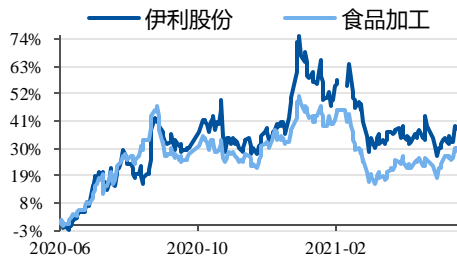
2021年06月07日

**评级 推荐**

评级变动 首次

**合理区间 42-49 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	37.69
52 周价格区间 (元)	28.40-51.85
总市值 (百万)	246711.26
流通市值 (百万)	240530.42
总股本 (万股)	608262.48
流通股 (万股)	593023.71

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
伊利股份	3.34	-6.15	45.02
食品加工	6.61	2.41	28.86

**杨甫**

 执业证书编号: S0530517110001  
 yangfu@cfzq.com

**杨苑**

yangyuan@cfzq.com

**分析师**

0731-84403345

**研究助理**

0731-84403490

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	90,223	96,886	109,940	123,936	139,301
净利润 (百万元)	6,951	7,099	8,527	10,040	11,872
每股收益 (元)	1.14	1.16	1.40	1.65	1.95
每股净资产 (元)	4.30	5.00	5.57	6.03	6.62
P/E	33.06	32.39	26.97	22.90	19.37
P/B	8.77	7.55	6.77	6.25	5.69

资料来源: Wind, 财信证券

**投资要点:**

- 事件:** 6月4日公司发布《2021年非公开发行A股股票预案》，拟对不超过35名特定对象发行股票募集资金总额不超过130亿元，主要用于液态奶生产基地建设、全球领先5G+工业互联网婴儿配方奶粉智能制造、数字化转型和信息化升级以及健康饮品、乳业创新基地等项目。
- 液态奶与婴配粉是重点募投方向，项目建成后乳制品产能将明显扩张。** 液态奶生产基地建设项目总投资额89.3亿元，拟使用本次募资金额54.8亿元（占比42.15%）。液态奶生产基地建设项目下设5个子项目，5个生产基地选址（呼和浩特、林甸、吴忠、呼伦贝尔、兴安盟）充分考虑了奶源分布，有利于公司增强对上游原奶资源的把控，提升全产业链运营效率，乳制品利润率水平有望进一步提升。项目达产后，液态奶将新增日产6148吨生产能力，液态奶总产能将在2020年886.2万吨的基础上提升约25%。奶粉板块，公司拟使用本次募资金额15.5亿元（占比11.92%）投入全球领先5G+工业互联网婴儿配方奶粉智能制造示范项目，项目达产后将新增日产100吨奶粉生产能力，估算新增年产约3.6万吨，在2020年奶粉及奶制品产量22.3万吨的基础上新增约16%。
- 拓展业务版图，提升运营效率与产业链创新能力，优化资本结构。** 公司拟将本次募资金额2.7亿元（占比2.08%）投入长白山天然矿泉水项目，项目达产后，矿泉水产能将新增日产1296吨生产能力，估算新增年产约47.3万吨，与公司2020年其他产品（含矿泉水）产量4.1万吨相比将有巨大提升，表明矿泉水业务将是公司拓展非乳业的重要方向。此外，公司拟使用此次募集资金12.5亿元（占比9.62%）进行数字化转型和信息化升级项目建设，提升云计算、大数据等技术运用能力有助于公司增强对全产业链的管控，全面提升管理运营能力。公司还将投资于乳业创新基地项目（拟使用募资金额5.9亿元，占比4.54%），旨在打造乳业创新网络，构建更系统化的研发体系，赋能全产业链创新，为公司在市场上保持竞争优势提供支撑。本次定增也将优化公司资本结构，降低资产负债率，助力公司实现更稳健、可持续的发展。

- **巩固龙头地位，扩大成长空间，稳步实现中远期战略目标。**随着消费者健康意识增强以及消费能力持续提升，未来 5-10 年乳制品行业空间依然广阔。公司前瞻性完善产能布局，将为未来扩大高端产品、高附加值类产品的生产打下坚实基础，进一步巩固乳业龙头地位。此次定增也为公司未来发展积蓄新增长动能，当前液态奶业务是公司的基石，更高利润率的奶粉业务的业绩贡献比例较低。当前奶粉行业正处于消费升级、国产崛起的发展机遇期，头部国产奶粉品牌有望加速提升市场份额。随着募投项目建成产能释放，未来奶粉业务有望成为公司的核心增长动能。在“成为全球健康食品提供者”的企业愿景指引下，公司已开始进军千亿规模的矿泉水市场，未来矿泉水品牌打造成功有望带动公司其他健康饮品的增长，伊利长期成长空间被进一步打开。根据公司公告，此次募投项目中产能建设类项目的建设周期为 15-32 个月，产能释放预计将在 2023 年以后，本次定增短期内对公司业绩的提升效果有限，但将有利于公司在中长期加速收获行业发展红利，稳步实现“2025 年全球乳业前三，2030 年全球乳业第一”中远期战略目标。
- **盈利预测：**我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 1099.4/1239.4/1393.0 亿元，同比+13.5%/+12.7%/+12.4%；归母净利润分别为 85.0/100.1/118.4 亿元，同比+20.1%/+17.7%/+18.3%；EPS 分别为 1.40/1.65/1.95 元/股（定增发行股份摊薄前）。考虑到公司行业龙头地位且在上游资源、产品创新、品牌力、渠道、供应链布局等多方面的优势显著，以及定增计划顺利实施将进一步打开公司成长空间，给予公司 21 年 30-35 倍 PE，对应股价合理区间 42-49 元，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**食品安全控制风险，项目进展不及预期风险，成本大幅上升风险，宏观经济大幅下行冲击大众消费风险。

**财务预测摘要**

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	90,223	96,886	109,940	123,936	139,301	<b>成长性</b>					
减:营业成本	56,392	61,806	69,608	77,739	86,724	营业收入增长率	13.4%	7.4%	13.5%	12.7%	12.4%
营业税费	577	547	660	744	836	营业利润增长率	7.7%	3.4%	20.2%	16.4%	18.0%
销售费用	21,070	21,538	24,407	27,886	31,343	净利润增长率	7.7%	2.1%	20.1%	17.7%	18.3%
管理费用	4,780	5,363	6,047	6,569	7,244	EBITDA 增长率	19.4%	8.7%	17.6%	17.2%	18.2%
财务费用	8	188	10	-80	-110	EBIT 增长率	19.7%	5.5%	17.8%	15.5%	17.9%
资产减值损失	-302	-327	-120	-125	-120	NOPLAT 增长率	8.2%	8.4%	14.9%	15.5%	17.9%
<b>加:公允价值变动收益</b>	78	171	80	50	70	投资资本增长率	-4.1%	42.0%	21.5%	-0.5%	8.5%
投资和汇兑收益	545	600	1,120	970	920	净资产增长率	-6.3%	16.2%	11.5%	8.4%	9.8%
<b>营业利润</b>	8,280	8,558	10,289	11,974	14,135	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-86	-408	-258	-163	-168	毛利率	37.5%	36.2%	36.7%	37.3%	37.7%
<b>利润总额</b>	8,194	8,150	10,031	11,811	13,967	营业利润率	9.2%	8.8%	9.4%	9.7%	10.1%
减:所得税	1,243	1,051	1,505	1,772	2,095	净利润率	7.7%	7.3%	7.7%	8.1%	8.5%
<b>净利润</b>	6,951	7,099	8,527	10,040	11,872	EBITDA/营业收入	11.3%	11.4%	11.8%	12.3%	12.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EBIT/营业收入	9.2%	9.0%	9.4%	9.6%	10.1%
货币资金	11,325	11,695	13,193	14,872	16,716	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	390	123	171	228	174	固定资产周转天数	66	77	82	82	79
应收账款	1,616	1,732	1,528	2,368	2,072	<b>流动营业资本周转天数</b>	-34	-46	-39	-38	-39
应收票据	222	143	317	195	366	流动资产周转天数	100	100	98	94	93
预付账款	1,157	1,290	1,959	1,479	2,293	应收账款周转天数	5	6	5	6	6
存货	7,715	7,545	9,642	9,553	11,860	存货周转天数	26	28	28	28	28
其他流动资产	3,281	5,853	4,763	4,632	5,083	总资产周转天数	216	245	240	228	220
可供出售金融资产	-	-	277	92	123	投资资本周转天数	60	66	76	73	68
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	1,961	2,903	2,903	2,903	2,903	ROE	26.5%	23.3%	25.1%	27.3%	29.4%
投资性房地产	533	520	520	520	520	ROA	11.5%	10.0%	11.3%	12.4%	13.3%
固定资产	18,296	23,343	26,928	29,673	31,777	ROIC	45.9%	51.8%	42.0%	39.9%	47.3%
在建工程	6,165	5,425	5,925	6,425	6,925	<b>费用率</b>					
无形资产	1,409	1,536	1,449	1,362	1,275	销售费用率	23.4%	22.2%	22.2%	22.5%	22.5%
其他非流动资产	6,391	9,046	6,002	6,844	7,055	管理费用率	5.3%	5.5%	5.5%	5.3%	5.2%
<b>资产总额</b>	60,461	71,154	75,577	81,147	89,141	财务费用率	0.0%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%
短期债务	4,560	6,957	6,342	7,343	8,502	三费/营业收入	28.7%	28.0%	27.7%	27.7%	27.6%
应付账款	14,207	14,370	16,950	18,387	21,126	<b>偿债能力</b>					
应付票据	300	259	420	332	491	资产负债率	56.5%	57.1%	54.9%	54.5%	54.5%
其他流动负债	12,366	13,182	12,168	13,999	14,766	负债权益比	130.1%	133.0%	121.9%	119.8%	119.8%
长期借款	471	1,375	-	-	-	流动比率	0.82	0.82	0.88	0.83	0.86
其他非流动负债	2,284	4,478	5,630	4,142	3,660	速动比率	0.57	0.60	0.61	0.59	0.59
<b>负债总额</b>	34,187	40,622	41,510	44,203	48,546	利息保障倍数	1,035.77	46.50	1,029.88	-148.67	-127.50
少数股东权益	143	149	174	203	238	<b>分红指标</b>					
股本	6,096	6,083	6,083	6,083	6,083	DPS(元)	0.81	0.82	0.98	1.15	1.36
留存收益	22,378	24,958	27,786	30,604	34,186	分红比率	71.2%	70.5%	70.0%	70.0%	70.0%
<b>股东权益</b>	26,274	30,533	34,042	36,890	40,507	股息收益率	2.2%	2.2%	2.5%	2.9%	3.4%
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	6,951	7,099	8,527	10,040	11,872	EPS(元)	1.14	1.16	1.40	1.65	1.95
加:折旧和摊销	1,958	2,442	2,702	3,343	3,983	BVPS(元)	4.30	5.00	5.57	6.03	6.62
资产减值准备	302	339	-	-	-	PE(X)	33.06	32.39	26.97	22.90	19.37
公允价值变动损失	-78	-171	80	50	70	PB(X)	8.77	7.55	6.77	6.25	5.69
财务费用	344	668	10	-80	-110	P/FCF	17.85	32.80	81.72	23.55	22.06
投资收益	-545	-600	-450	-300	-250	P/S	2.54	2.37	2.09	1.85	1.65
少数股东损益	17	21	25	29	35	EV/EBITDA	22.64	20.97	16.98	14.29	12.01
营运资金的变动	1,953	-4,512	2,544	2,410	139	CAGR(%)	13.0%	18.7%	9.7%	13.0%	18.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	8,455	9,852	13,437	15,491	15,739	PEG	2.54	1.73	2.77	1.76	1.04
<b>投资活动产生现金流量</b>	-9,999	-9,043	-5,702	-6,325	-6,479	ROIC/WACC	4.59	5.19	4.20	3.99	4.73
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1,016	-47	-6,237	-7,487	-7,416	REP	3.41	2.14	2.07	2.16	1.67

资料来源: Wind, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438