

消费升级与娱乐研究中心

伊利股份(600887.SH) 买入(维持评级)

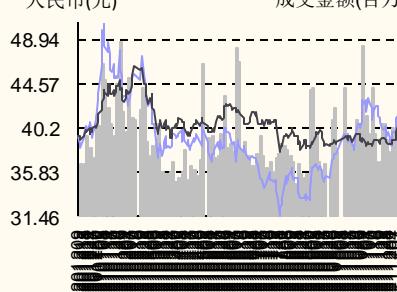
公司点评

市场价格(人民币): 41.41元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	60.82
已上市流通A股(亿股)	59.60
总市值(亿元)	2,518.63
年内股价最高最低(元)	50.61/31.46
沪深300指数	5079
上证指数	3673
人民币(元)	成交金额(百万元)
48.94	8000
44.57	7000
40.2	6000
35.83	5000
31.46	4000
	3000
	2000
	1000
	0

■ 成交金额 ■ 伊利股份 —— 沪深300


相关报告

- 《奶粉奶酪表现亮眼，净利率迈入上升期-伊利三季报点评》，2021.10.29
- 《Q2利润增速超预期，盈利改善逻辑持续兑现-伊利中报点评》，2021.8.31
- 《20年圆满收官，盈利改善预期逐步落地-伊利20年报及21年一...》，
- 《基本面稳定，短期存在盈利弹性-伊利公司研究》，2021.1.29

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

定增落地巩固优势，看好净利率提升长逻辑**公司基本情况(人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	90,223	96,886	108,732	121,316	134,033
营业收入增长率	13.41%	7.38%	12.23%	11.57%	10.48%
归母净利润(百万元)	6,934	7,078	9,071	10,746	12,553
归母净利润增长率	7.67%	2.08%	28.15%	18.46%	16.82%
摊薄每股收益(元)	1.137	1.164	1.417	1.679	1.961
每股经营性现金流净额	1.30	1.51	3.17	2.54	2.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.53%	23.30%	18.25%	18.26%	18.04%
P/E	27.20	38.13	29.22	24.66	21.11
P/B	7.22	8.88	5.33	4.50	3.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 12月9日，公司发布公告公示定增顺利落地，本次发行价格为37.89元/股(折扣率5.46%)，发行数量为3.18亿股(增加5%)，共募集资金120.47亿元。发行对象共22名，以外资居多，其中巴克莱获配14.88亿元、高盛获配14.14亿元，其余对象获配均在10亿元以下。

经营分析

- 定增落地，多方位巩固领先优势。**根据定增方案，募集资金大部分用于液态奶产能建设(50.23亿元，占比41.69%)，其次重点投向婴配粉智能制造项目(15.5亿元，占比12.87%)和数字化建设(11亿元，占比9.13%)。此次募集资金旨在进一步夯实产能基础和提升运营效率，而且产能投入上市公司更加聚焦高端液态奶，以及盈利水平更高的婴配粉。
- 我们看好公司净利率提升的长逻辑。**1)从战略诉求来看，两强在21年以来逐步兼顾利润，恶性价格战已被证明对双方并无好处。我们认为未来提升份额的手段是更加多元和综合的，份额的竞争不仅是费用投入的竞争，更是渠道基础、奶源保障、研发实力和运营效率的竞争。2)从具体实现路径来看，除了适当控费减促，品类升级和效率提升亦能提供空间。白奶中金典系列占比持续提升，金典中高端品类(有机、梦幻盖)占比已达30%+；毛利、净利更高的奶粉也在明显发力；此外公司一直重视数字化、信息化建设，以及经销通路的优化，都能为净利提升带来优化空间。

投资建议

- 定增落地每股盈利摊薄5%左右，我们预计公司21-23年归母净利增速分别为28%/18%/17%，定增后对应EPS分别为1.42/1.68/1.96元，对应PE分别为29/25/21倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 原奶价格上涨幅度超预期，食品安全问题，行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	79,553	90,223	96,886	108,732	121,316	134,033	货币资金	11,051	11,325	11,695	28,177	36,364	
增长率	13.4%	7.4%	12.2%	11.6%	10.5%		应收账款	1,437	2,032	1,875	1,988	2,219	
主营业务成本	-49,106	-56,392	-61,806	-68,284	-75,823	-83,436	存货	5,507	7,715	7,545	7,964	8,843	
%销售收入	61.7%	62.5%	63.8%	62.8%	62.5%	62.3%	其他流动资产	6,461	4,634	7,266	4,888	5,254	
毛利	30,447	33,831	35,080	40,448	45,494	50,598	流动资产	24,455	25,706	28,381	43,018	52,680	
%销售收入	38.3%	37.5%	36.2%	37.2%	37.5%	37.8%	%总资产	51.4%	42.5%	39.9%	47.4%	50.9%	
营业税金及附加	-531	-577	-547	-652	-728	-804	长期投资	2,740	3,784	7,318	7,418	7,518	
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	17,374	24,461	28,768	31,925	34,533	
销售费用	-19,773	-21,070	-21,538	-23,921	-26,690	-28,817	%总资产	36.5%	40.5%	40.4%	35.2%	33.4%	
%销售收入	24.9%	23.4%	22.2%	22.0%	22.0%	21.5%	无形资产	708	2,615	2,442	3,662	4,077	
管理费用	-2,980	-4,285	-4,876	-5,437	-6,066	-6,702	非流动资产	23,151	34,755	42,774	47,735	50,857	
%销售收入	3.7%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	48.6%	57.5%	60.1%	52.6%	49.1%	
研发费用	-427	-495	-487	-544	-607	-670	资产总计	47,606	60,461	71,154	90,753	103,537	
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%						117,919	
息税前利润 (EBIT)	6,737	7,405	7,633	9,895	11,404	13,604	短期借款	1,556	4,866	7,780	300	300	
%销售收入	8.5%	8.2%	7.9%	9.1%	9.4%	10.2%	应付款项	10,337	14,623	14,772	18,322	20,356	
财务费用	60	-8	-188	-94	381	476	其他流动负债	7,278	11,944	12,216	16,485	18,080	
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	-0.3%	-0.4%	流动负债	19,171	31,432	34,768	35,107	38,736	
资产减值损失	-76	302	327	-97	-11	-11	长期贷款	0	471	1,375	1,375	1,375	
公允价值变动收益	0	78	171	0	0	0	其他长期负债	398	2,284	4,478	4,422	4,422	
投资收益	261	545	600	500	500	500	负债	19,569	34,187	40,622	40,904	44,533	
%税前利润	3.4%	6.6%	7.4%	4.7%	4.0%	3.4%						48,144	
营业利润	7,691	8,280	8,558	10,783	12,754	14,930	普通股股东权益	27,916	26,131	30,384	49,690	58,836	
营业利润率	9.7%	9.2%	8.8%	9.9%	10.5%	11.1%	其中：股本	6,078	6,096	6,083	6,401	6,401	
营业外收支	-113	-86	-408	-100	-100	-150	未分配利润	15,673	18,327	20,493	28,156	37,301	
税前利润	7,578	8,194	8,150	10,683	12,654	14,780	少数股东权益	122	143	149	159	169	
利润率	9.5%	9.1%	8.4%	9.8%	10.4%	11.0%	负债股东权益合计	47,606	60,461	71,154	90,753	103,537	
所得税	-1,126	-1,243	-1,051	-1,603	-1,898	-2,217						117,919	
所得税率	14.9%	15.2%	12.9%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	6,452	6,951	7,099	9,081	10,756	12,563							
少数股东损益	12	17	21	10	10	10							
归属于母公司的净利润	6,440	6,934	7,078	9,071	10,746	12,553							
净利率	8.1%	7.7%	7.3%	8.3%	8.9%	9.4%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
净利润	6,452	6,951	7,099	9,081	10,756	12,563	每股指标						
少数股东损益	12	17	21	10	10	10	每股收益	1.059	1.137	1.164	1.417	1.679	1.961
非现金支出	1,684	1,717	2,103	3,020	3,488	3,984	每股净资产	4.593	4.286	4.995	7.764	9.193	10.874
非经营收益	-30	-253	-189	192	-115	-45	每股经营现金净流	1.419	1.298	1.510	3.171	2.542	2.924
营运资金变动	518	-502	172	8,005	2,143	2,212	每股股利	0.140	0.120	0.210	0.220	0.250	0.280
经营活动现金净流	8,625	7,912	9,185	20,297	16,271	18,714	回报率						
资本开支	-5,043	-9,209	-6,500	-6,406	-6,620	-5,690	净资产收益率	23.07%	26.53%	23.30%	18.25%	18.26%	18.04%
投资	-176	-921	-3,344	-100	-100	-100	总资产收益率	13.53%	11.47%	9.95%	10.00%	10.38%	10.65%
其他	-154	130	801	500	500	500	投入资本收益率	19.31%	18.68%	15.14%	15.08%	14.93%	15.28%
投资活动现金净流	-5,374	-9,999	-9,043	-6,006	-6,220	-5,290	增长率						
股权筹资	18	275	248	11,643	0	0	主营业务收入增长率	16.89%	13.41%	7.38%	12.23%	11.57%	10.48%
债权筹资	-6,337	6,633	5,122	-7,551	0	0	EBIT增长率	6.18%	9.91%	3.08%	29.64%	15.25%	19.30%
其他	-4,123	-7,862	-5,811	-1,901	-1,865	-2,057	净利润增长率	7.31%	7.67%	2.08%	28.15%	18.46%	16.82%
筹资活动现金净流	-10,442	-954	-442	2,191	-1,865	-2,057	总资产增长率	-3.44%	27.00%	17.69%	27.54%	14.09%	13.89%
现金净流量	-7,191	-3,042	-300	16,482	8,187	11,367	资产管理能力						
							应收账款周转天数	4.3	5.5	6.1	5.5	5.5	5.5
							存货周转天数	37.7	42.8	45.1	43.0	43.0	43.0
							应付账款周转天数	59.8	62.6	64.6	62.0	62.0	62.0
							固定资产周转天数	67.4	74.0	87.9	85.6	81.6	74.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-33.87%	-18.57%	2.74%	-46.39%	-53.07%	-61.17%
							EBIT利息保障倍数	-111.8	925.3	40.6	104.8	-29.9	-28.6
							资产负债率	41.11%	56.54%	57.09%	45.07%	43.01%	40.83%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	8	22	94	110	180
增持	1	3	11	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.11	1.12	1.10	1.09	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-30	买入	29.29	N/A
2	2020-08-28	买入	36.90	N/A
3	2020-10-30	买入	44.14	N/A
4	2021-01-29	买入	44.04	43.05 ~ 49.20
5	2021-04-30	买入	42.08	N/A
6	2021-08-31	买入	33.13	N/A
7	2021-10-29	买入	40.76	N/A

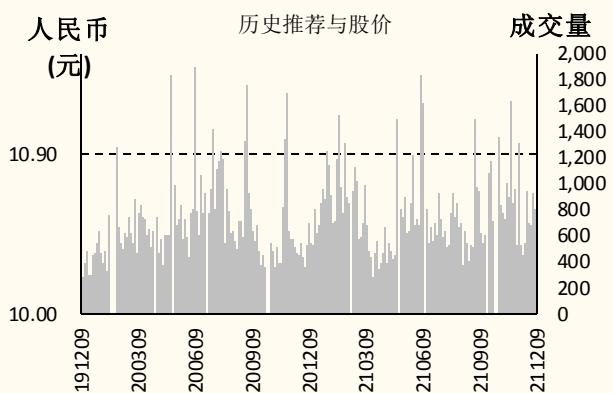
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402