

伊利股份 (600887)

证券研究报告

2019年09月11日

提高股权激励业绩条件，关注伊利长期投资价值

事件：

公司公告《关于调整2019年限制性股票激励计划(草案)相关事项的公告》，对公司8月6日披露的2019年限制性股票激励计划做出了若干调整，包括但不限于：业绩条件中净资产收益率从15%上升到20%，特别新增现金分红率指标，2019-2023年不低于70%；向激励对象授予股票从1.83亿(占总股本比3%)降至1.52亿(占总股本比2.5%)股，支付费用从2.21亿下降到1.47亿元；激励总数从474人上升到480人。

点评：

1. 提高 ROE 目标，新增业绩条件，提升投资者信心

变更前：业绩指标选取了“净资产收益率”和“净利润增长率”两个指标。(1)以2018年净利润为基数设定2019-2023年度净利润增长率为8%、18%、28%、38%、48%；(2)设定2019-2023年度净资产收益率为15%。变更后：新增现金分红比例指标，提高ROE条件，净利润增长目标维持不变。(1)设定2019-2023年度每年现金分红比例均不低于70%；(2)提高2019-2023年度净资产收益率至20%。我们认为在行业集中度提升、竞争趋于激烈的格局下，公司对业绩条件的调整表现了管理层对公司盈利能力和成长能力的信心，以及对股东回报的高度重视。

2. 减少授予股权，降低激励费用、增厚 EPS

截至2019年7月24日，公司已累计回购股份1.83亿股，占公司总股本3.00%，成交的均价为31.67元/股，1.83亿股中将3049万股被注销，公司总股本对应下降，需摊销费用从22.15亿下降至14.75亿，2019-2024年摊销额从1.69、9.38、5.32、3.22、1.81、0.74亿降至0.56、6.49、3.66、2.23、1.27、0.54亿。2016-2018年，公司股利支付率为64.42%、70.91%、66.07%，扣非后净资产收益率(加权)为21.25%、22.40%、22.21%。我们认为公司通过优化股权激励方案，将有助于降低费用、增厚利润，同时利于管理层着眼长远利益，维护股东权益。

3. 长期增长逻辑不变，国际化进程逐步推进

从2018年开始，公司坚定不移地推进国际化，以技术和人才为驱动，快速推动海外布局，剑指全球乳业前五强，我们预计公司今年营收突破900亿，明年千亿目标胜利在望。我们认为上游奶源波动和行业竞争加剧是公司短期业绩承压的主要原因，但长期看，公司作为乳制品龙头，凭借强大的渠道管理能力、全面的产品布局将在存量竞争阶段更快的提高市场份额，长期投资价值不变。

盈利预测：

考虑到行业竞争激烈，上游奶源价格波动，集中度持续提升，我们维持公司营业收入预测，19-21年收入为908、1,017、1,109亿元；暂不考虑股权激励费用摊销，19-21年净利润为71.5、82.4、94.7亿，19-21年EPS分别为1.17、1.35、1.55元。考虑到上游供给紧张，龙头业绩弹性更强，市场份额持续提升，我们给予20年30倍市盈率，目标价为40.5元。

风险提示：国际化不及预期，食品安全问题，拓品类不及预期

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	29.73元
目标价格	40.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	6,097.13
流通A股股本(百万股)	6,058.79
A股总市值(百万元)	181,267.53
流通A股市值(百万元)	180,127.88
每股净资产(元)	4.17
资产负债率(%)	51.03
一年内最高/最低(元)	34.66/20.60

作者

刘鹏	分析师
SAC执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
郑蔚宇	联系人
zhengweiyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《伊利股份-半年报点评:行业上下游有所波动，多元发力稳健增长》2019-09-01
- 《伊利股份-公司点评:中报前完成回购，额度符合预期，绑定人才团队冲千亿目标》2019-08-02
- 《伊利股份-公司点评:加码益生菌细分行业，联合多方进军新零售》2019-07-21

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	68,058.17	79,553.28	90,802.11	101,698.36	110,851.22
增长率(%)	12.29	16.89	14.14	12.00	9.00
EBITDA(百万元)	8,252.07	8,946.01	8,982.64	10,170.48	11,658.28
净利润(百万元)	6,000.88	6,439.75	7,146.60	8,240.40	9,467.11
增长率(%)	5.99	7.31	10.98	15.31	14.89
EPS(元/股)	0.98	1.06	1.17	1.35	1.55
市盈率(P/E)	30.21	28.15	25.36	22.00	19.15
市净率(P/B)	7.22	6.49	6.04	5.55	5.07
市销率(P/S)	2.66	2.28	2.00	1.78	1.64
EV/EBITDA	21.80	14.14	17.88	15.58	13.21

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	21,823.07	11,051.00	18,333.91	20,391.19	24,693.24
应收票据及应收账款	949.74	1,282.13	996.76	1,620.07	1,232.28
预付账款	1,192.43	1,459.60	890.70	1,967.86	1,250.44
存货	4,639.99	5,507.07	6,709.73	6,543.23	8,277.33
其他	1,240.50	5,155.49	2,459.93	2,980.74	3,596.03
流动资产合计	29,845.73	24,455.30	29,391.04	33,503.10	39,049.32
长期股权投资	1,765.19	1,909.39	1,909.39	1,909.39	1,909.39
固定资产	13,256.39	14,687.76	15,068.69	15,007.59	14,668.26
在建工程	1,902.07	2,686.71	1,648.02	1,036.81	652.09
无形资产	514.36	639.27	615.36	591.44	567.53
其他	2,016.62	3,227.78	2,487.29	2,615.06	2,754.69
非流动资产合计	19,454.62	23,150.91	21,728.75	21,160.29	20,551.96
资产总计	49,300.36	47,606.20	51,131.06	54,667.14	59,606.29
短期借款	7,860.00	1,523.00	1,660.00	2,100.00	1,800.00
应付票据及应付账款	7,469.16	9,115.71	10,335.07	11,086.91	12,261.50
其他	8,520.87	8,532.07	10,085.08	10,407.18	10,980.65
流动负债合计	23,850.03	19,170.78	22,080.15	23,594.09	25,042.15
长期借款	0.29	0.29	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	210.22	397.91	575.59	394.58	456.03
非流动负债合计	210.51	398.20	575.59	394.58	456.03
负债合计	24,060.54	19,568.98	20,995.74	21,888.67	23,698.18
少数股东权益	136.43	121.64	129.56	138.71	151.66
股本	6,078.49	6,078.13	6,097.13	6,097.13	6,097.13
资本公积	2,765.53	2,841.34	2,841.34	2,841.34	2,841.34
留存收益	19,297.98	21,559.68	23,908.64	26,542.65	29,659.33
其他	(3,038.62)	(2,563.56)	(2,841.34)	(2,841.34)	(2,841.34)
股东权益合计	25,239.82	28,037.22	30,135.32	32,778.48	35,908.11
负债和股东权益总	49,300.36	47,606.20	51,131.06	54,667.14	59,606.29

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	6,002.81	6,452.00	7,146.60	8,240.40	9,467.11
折旧摊销	1,443.93	1,608.66	741.67	776.23	797.96
财务费用	208.40	133.70	(156.60)	(234.53)	(273.05)
投资损失	(134.68)	(260.91)	(190.00)	(150.00)	(250.00)
营运资金变动	(1,749.87)	(4,472.06)	6,051.39	(1,295.93)	425.34
其它	1,235.70	5,163.38	8.00	9.36	13.32
经营活动现金流	7,006.30	8,624.77	13,601.06	7,345.53	10,180.69
资本支出	2,616.15	3,894.08	(117.68)	261.02	(11.45)
长期投资	134.08	144.20	0.00	0.00	0.00
其他	(5,867.05)	(9,412.27)	237.07	(183.61)	210.05
投资活动现金流	(3,116.81)	(5,373.98)	119.40	77.40	198.60
债权融资	7,884.48	1,556.42	19.11	25.48	25.90
股权融资	(406.00)	726.21	(62.53)	274.18	312.69
其他	(3,425.67)	(13,031.62)	(6,394.13)	(5,665.31)	(6,415.85)
筹资活动现金流	4,052.81	(10,748.98)	(6,437.55)	(5,365.65)	(6,077.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	7,942.29	(7,498.20)	7,282.90	2,057.29	4,302.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	68,058.17	79,553.28	90,802.11	101,698.36	110,851.22
营业成本	42,362.40	49,106.03	55,661.69	62,341.10	67,951.80
营业税金及附加	511.57	530.95	626.53	701.72	764.87
营业费用	15,521.86	19,772.68	22,409.96	25,373.74	27,136.38
管理费用	2,919.00	2,979.74	3,632.08	3,569.61	3,879.79
研发费用	398.00	426.87	363.21	406.79	443.40
财务费用	113.49	(60.27)	(156.60)	(234.53)	(273.05)
资产减值损失	50.62	75.66	57.33	61.20	64.73
公允价值变动收益	0.00	0.23	(0.33)	0.06	0.07
投资净收益	134.68	260.91	190.00	150.00	250.00
其他	(1,069.36)	(1,230.36)	(379.33)	(300.11)	(500.15)
营业利润	7,115.91	7,690.83	8,397.57	9,628.79	11,133.36
营业外收入	85.60	34.82	50.00	50.00	50.00
营业外支出	127.54	148.02	30.00	30.00	30.00
利润总额	7,073.97	7,577.63	8,417.57	9,648.79	11,153.36
所得税	1,071.16	1,125.64	1,262.64	1,399.07	1,673.00
净利润	6,002.81	6,452.00	7,154.93	8,249.71	9,480.36
少数股东损益	1.93	12.25	8.33	9.31	13.24
归属于母公司净利润	6,000.88	6,439.75	7,146.60	8,240.40	9,467.11
每股收益(元)	0.98	1.06	1.17	1.35	1.55

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	12.29%	16.89%	14.14%	12.00%	9.00%
营业利润	28.90%	8.08%	9.19%	14.66%	15.63%
归属于母公司净利润	5.99%	7.31%	10.98%	15.31%	14.89%
获利能力					
毛利率	37.76%	38.27%	38.70%	38.70%	38.70%
净利率	8.82%	8.09%	7.87%	8.10%	8.54%
ROE	23.90%	23.07%	23.82%	25.25%	26.48%
ROIC	80.46%	69.90%	45.71%	86.07%	94.15%
偿债能力					
资产负债率	48.80%	41.11%	41.06%	40.04%	39.76%
净负债率	-55.22%	-33.86%	-60.78%	-62.13%	-68.70%
流动比率	1.25	1.28	1.44	1.56	1.68
速动比率	1.06	0.99	1.11	1.25	1.32
营运能力					
应收账款周转率	83.19	71.29	79.69	77.73	77.73
存货周转率	15.18	15.68	14.87	15.35	14.96
总资产周转率	1.54	1.64	1.84	1.92	1.94
每股指标(元)					
每股收益	0.98	1.06	1.17	1.35	1.55
每股经营现金流	1.15	1.41	2.23	1.20	1.67
每股净资产	4.12	4.58	4.92	5.35	5.86
估值比率					
市盈率	30.21	28.15	25.36	22.00	19.15
市净率	7.22	6.49	6.04	5.55	5.07
EV/EBITDA	21.80	14.14	17.88	15.58	13.21
EV/EBIT	26.34	17.21	19.49	16.86	14.18

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com