

2019年04月08日

证券分析师 杨默曦

执业证号: S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

## 回购彰显信心，激励绑定利益 买入（维持）

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	79,553	90,110	99,804	109,066
同比(%)	16.9%	13.3%	10.8%	9.3%
归母净利润(百万元)	6,440	7,160	7,852	8,513
同比(%)	7.3%	11.2%	9.7%	8.4%
每股收益(元/股)	1.06	1.18	1.29	1.40
P/E(倍)	27.01	24.29	22.16	20.43

### 投资要点

■ **事件:** 公司决议使用自有资金,以不超过 35.00 元/股的价格回购本公司 A 股股份,拟回购股份数量区间为 1.52~3.04 亿股,对应占公司总股本份额为 2.50%~5.00%。本次回购期限为 2019.4.8~2020.4.8,本次回购股份将用于实施股权激励。该决议已经董事会通过并生效。

■ **回购力度大,预期中高层深度利益绑定,激发活力。**此次回购金额大(上限为 106 亿元),比例高(占公司总股本份额为 2.50%~5.00%),时间长(一年),回购价上限较目前股价溢价率为 22%。不同于 15 年,此次回购股份将用于股权激励。15 年伊利斥资 10 亿元回购主要出于公司股价被低估的考虑,累计回购 6394 万股注销,股数占公司回购前总股本的 1.04%。历史上,伊利多次实施股权激励,注重管理层动力和企业活力。  
1) **股权激励:** 06 年开始实行股权激励,总激励期为八年,激励对象以高管为主,累计股数为 5000 万股,均为定向增发。  
2) **员工持股:** 14 年公布 2014-2023 共十期的员工持股计划,每期独立存续 24 个月,其中锁定期为 12 个月;首期员工持股总金额 1.43 亿元,主要高管份额占 31%。  
3) **期权+股票:** 16 年披露新一期激励计划,期权、限制性股票各 4260/1420 万股,涉及人员为核心业务、技术人员 277/276 人。截至 18 年末,六位高管(潘刚、赵成霞、刘春海、胡利平、王晓刚、闫俊荣)合计持股 4.84 亿股,占公司总股本 7.96%,利益深度绑定,叠加基层技术骨干的股权激励及员工持股计划,公司上下一心,动力充足。

■ **19 年份额优先战略,布局清晰。**渠道端,坚持渠道下沉扩张战略,常温奶渗透率达到 82.3%;持续发力电商渠道,阿里数据显示,伊利三月线上销售额环比增长 16%,蒙牛、光明分别为 4.06%、-1.2%。品牌上,蝉联中国市场消费者首选十大品牌榜榜首。公司在新西兰拟投资 Westland 布局海外奶源,保证上游供应、提高高端产品竞争力,也为东南亚扩张打好根基。国内乳制品竞争格局优化,看上游原奶端,公司通过产业链金融和技术支持不断深化和奶农合作关系,调研显示伊利在北方收奶能力进一步提升。预计伊利将持续受益于竞争格局优化,原奶端已占优势,未来份额扩张下净利润将有较大弹性。

■ **盈利预测与投资评级:** 长期看好伊利渠道下沉+产品结构升级打开空间,19 年为公司实现 2020 年千亿目标的关键一步,内部管理层激励保持高效,外部全方位发力上下游,扩规模、增份额。国际化加码,有序布局新西兰、东南亚。市占率提升基础扎实,看好长期盈利能力提升。预计 19-21 年收入分别为 901/998/1091 亿,同比+13.3%/10.8%/9.3%;归母净利润分别为 72/79/85 亿,同比+11.2%/9.7%/8.4%;PE 为 24/22/20X,维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 食品安全风险,行业竞争加剧,原材料价格波动风险,交易未能交割风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	28.62
一年最低/最高价	20.12/30.63
市净率(倍)	6.23
流通 A 股市值(百万元)	172858.91

### 基础数据

每股净资产(元)	4.59
资产负债率(%)	41.11
总股本(百万股)	6078.13
流通 A 股(百万股)	6039.79

### 相关研究

- 1、《伊利股份 (600887): 收购新西兰乳业合作社,加码上游奶源》2019-03-19
- 2、《伊利股份 (600887): 业绩符合预期,净利率环比改善》2019-02-28
- 3、《伊利股份 (600887): 份额持续提升,毛利略有承压》2018-10-31

表 1: 伊利历次股权激励

激励公告时间	激励方式	草案授予/行权价格 (元/股)	激励对象	获授股票数量 (万份)	占授予时总股本比例	行权条件
2006 年	股票期权	13.33	潘刚	1500	2.09%	①扣非净利同比增长 $\geq 17\%$ , 收入增长 $\geq 20\%$ (2006 年已达成, 为行权首期) ②此后七年要求, 上一年度收入与 2005 年相比复合增长率 $\geq 15\%$ ③首期行权不超过获授期权的 25%, 剩余部分可在首期行权的一年后的有效期内自主行权。
			胡利平	500	0.97%	
			赵成霞	500	0.97%	
			刘春海	500	0.97%	
			其他约 29 人	2000	3.87%	
			合计	5000	9.68%	
2016 年	股票期权	16.47	核心业务、技术人员 277 人	4260	0.70%	①第一期解锁/行权: 以 2015 年净利润为基数, 2017 年净利润增长率 $\geq 30\%$ , ROE $\geq 12\%$ 。 ②第二期解锁/行权: 以 2015 年净利润为基数, 2018 年净利润增长率 $\geq 45\%$ , ROE $\geq 12\%$ 。
	限制性股票激励	15.33	核心业务、技术人员 276 人	1420	0.23%	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 伊利首期员工持股计划

持有人	持有份额 (万份)	占持股计划总份额的比例
潘刚、刘春海、赵成霞、胡利平、王瑞生、 王晓刚、李建强、张文: 共 8 人	4,426.21	31%
其他员工共 309 人	9,963.25	69%
合计 317 人	14,389.46	100%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

伊利股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>24455</b>	<b>28711</b>	<b>32749</b>	<b>39479</b>	<b>营业收入</b>	<b>79553</b>	<b>90110</b>	<b>99804</b>	<b>109066</b>
现金	11051	14822	17522	23858	减:营业成本	49106	55169	61083	66684
应收账款	1101	1037	1331	1256	营业税金及附加	531	604	669	731
存货	5507	5893	6729	7050	营业费用	19773	22564	25051	27539
其他流动资产	6796	6960	7167	7314	管理费用	2980	3785	4192	4614
<b>非流动资产</b>	<b>23151</b>	<b>24389</b>	<b>25063</b>	<b>25322</b>	财务费用	-60	-235	-246	-316
长期股权投资	1909	2111	2325	2559	资产减值损失	76	0	0	0
固定资产	14688	16163	17034	17438	加:投资净收益	261	245	258	278
在建工程	2687	2345	2063	1847	其他收益	0	0	0	0
无形资产	639	566	479	372	<b>营业利润</b>	<b>7691</b>	<b>8470</b>	<b>9314</b>	<b>10092</b>
其他非流动资产	3228	3205	3162	3107	加:营业外净收支	-113	-50	-80	-80
<b>资产总计</b>	<b>47606</b>	<b>53101</b>	<b>57812</b>	<b>64801</b>	<b>利润总额</b>	<b>7578</b>	<b>8420</b>	<b>9234</b>	<b>10012</b>
<b>流动负债</b>	<b>19171</b>	<b>21744</b>	<b>22317</b>	<b>24753</b>	减:所得税费用	1126	1251	1372	1487
短期借款	1523	1523	1523	1523	少数股东损益	12	9	10	12
应付账款	9116	9275	11087	11142	<b>归属母公司净利润</b>	<b>6440</b>	<b>7160</b>	<b>7852</b>	<b>8513</b>
其他流动负债	8532	10946	9706	12088	EBIT	7338	8124	8841	9484
<b>非流动负债</b>	<b>398</b>	<b>405</b>	<b>404</b>	<b>402</b>	EBITDA	8947	9653	10628	11502
长期借款	0	7	6	4					
其他非流动负债	398	398	398	398	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>19569</b>	<b>22149</b>	<b>22721</b>	<b>25155</b>	每股收益(元)	1.06	1.18	1.29	1.40
少数股东权益	122	131	141	153	每股净资产(元)	4.59	5.07	5.75	6.50
					发行在外股份(百万股)	6078	6078	6078	6078
归属母公司股东权益	27916	30821	34950	39493	ROIC(%)	21.0%	21.2%	20.5%	19.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>47606</b>	<b>53101</b>	<b>57812</b>	<b>64801</b>	ROE(%)	23.0%	23.2%	22.4%	21.5%
					毛利率(%)	38.3%	38.8%	38.8%	38.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	8.1%	7.9%	7.9%	7.8%
经营活动现金流	8625	10337	8380	11992	资产负债率(%)	41.1%	41.7%	39.3%	38.8%
投资活动现金流	-5374	-2522	-2202	-2000	收入增长率(%)	16.9%	13.3%	10.8%	9.3%
筹资活动现金流	-10749	-4044	-3478	-3656	净利润增长率(%)	7.3%	11.2%	9.7%	8.4%
现金净增加额	-7191	3771	2700	6336	P/E	27.01	24.29	22.16	20.43
折旧和摊销	1609	1528	1787	2018	P/B	6.23	5.64	4.98	4.40
资本开支	5091	1037	459	26	EV/EBITDA	18.43	16.69	14.90	13.22
营运资本变动	518	2119	-765	2043					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

