



伊利股份 (600887): 放眼量, 激励确保下一个十年的腾飞

——伊利股份限制性股票激励事件点评

2019年08月07日

强烈推荐/维持

伊利股份 公司报告

报告摘要:

事件: 8月5日, 公司发布公告拟向474名激励对象授予1.83亿股限制性股票, 占总股本的3%, 股票授予价格15.46元(8月5日交易均价的50%)。激励计划五个解禁期的业绩考核目标为: 19-23年净利润(未扣除股票激励摊销费用)同比增速不低于8% /9.3% /8.5% /7.8% /7.2%, 五年CAGR为8.2%, 体现在报表上的净利润(扣除股票激励摊销费用)CAGR为7.7% (13-18年净利润CAGR为15%), 同时每期净资产收益率均不低于15%。激励计划的股份支付费用总额为22.15亿元, 19-24年摊销费用分别为1.69 /9.38 /5.32 /3.22 /1.81 /0.74亿元, 20、21年的摊销费用压力较大。

解锁条件弱化利润增速, 未来五年仍然以增份额为导向。

公司对净利润的目标设定较低于预期, 主要系公司对短期内行业仍将持续的双寡头竞争局面给予充足的预期, 守住常温奶市场的绝对份额是公司谋求更大发展的生命线, 同时随着低温行业的快速增长, 以及伊利跨品类的综合发展的目标下, 未来五年公司需要加强费用的投放, 因此我们判断销售费用或将维持在高位。成本端19H1上行幅度较为明显, 根据我们上游行业的分析来看, 未来原奶价格长期是上行的。对于这样的解锁条件也需强调的是, 从历史上公司管理层股权激励结果来看, 解锁期内也会有阶段性超预期的情况存在, 伊利的投资价值长期存在。

当前激励确定了管理层的稳定性, 确保了下一个十年的超越计划。

公司分别在2006年对管理层进行股份数占比9.68%的期权激励、在2016年对核心业务及技术人员进行股份数占比0.99%的期权及限制性股票激励。历史经验来看, 激励为伊利留住了核心的团队, 奠定了伊利今天的市场地位,

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	68,058.1	79,553.2	92,517.3	106,974.	124,440.
增长率(%)	12.29%	16.89%	16.30%	15.63%	16.33%
净利润(百万元)	6,002.81	6,452.00	7,120.23	7,437.05	8,544.91
增长率(%)	5.89%	7.48%	10.36%	4.45%	14.90%
净资产收益率(%)	23.90%	23.07%	23.58%	22.67%	23.87%
每股收益(元)	0.99	1.06	1.17	1.22	1.40
PE	28.38	26.51	24.11	23.08	20.09
PB	6.80	6.12	5.68	5.23	4.80

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司是乳制品行业双寡头之一, 公司产品包括液态奶、奶粉、冷饮等, 优势领域为常温奶, 公司目前积极拓展新品。

未来3-6个月重大事项提示:

2019-2023年为占总股本3%的限制性股票解禁期。

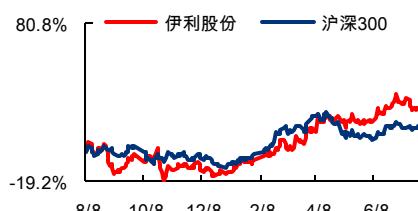
发债及交叉持股介绍:

公司全资子公司金港控股收购泰国THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED 96.46%的股权; 公司全资子公司金港控股收购新西兰Westland 100%的股权

交易数据

52周股价区间(元)	28.1-25.31
总市值(亿元)	1713.29
流通市值(亿元)	1702.52
总股本/流通A股(万股)	609713/605879
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.82

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120001

张东雪

zhangdx@dxzq.net.cn

此次股权激励旨在深度绑定核心管理层, 尤其是此次高管的激励比例较高, 更加表明了管理层对于企业的掌控力未曾减弱。伊利需要在下一个十年的完成新一轮腾飞, 在 2030 年成为世界第一乳企, 这样的规划需要当前的上下一心, 乳制品行业的生产、销售、营销、上新, 都需要极强的反应能力, 对团队的能力要求极高。长期来看, 这份激励方案是合情合理的, 公司在中报业绩披露前完成股份回购, 亦显示公司对 19H1 业绩的信心。

短期看行业激烈竞争犹在, 中期看企业间差异化显现, 长期看“中国雀巢”逐步显现

诚然, 这份激励也表明了短期内行业激烈的竞争态势仍将持续, 只是由于当前乳制品的选择品类逐渐增多, 地方企业逐步在低温奶上有所回血, 双寡头的焦点将会逐步分散, 伊利和蒙牛将逐渐走向差异化竞争的道路, 我们也将在下一篇乳业深度中提到双寡头在“十字路口”的选择问题, 伊利聚焦常温优势, 进行横向拓品, 不断拓宽护城河, 蒙牛基于上游牧场及冷链资源优势深耕乳制品行业, 持续加高行业壁垒。“时间换空间”仍然是乳制品行业未来十年的主旋律, 行业产品属性的特殊性导致当前确实仍然不敢掉以轻心, 伊利此次的激励方案有些出乎意料, 但是着眼未来也在情理之中。

公司盈利预测及投资评级: 基于此次限制性股票激励计划, 我们预计公司收入仍将保持较快增长, 19-21 年营收分别为 925.17、1069.75、1244.40 亿元, 同比增长 16.30%、15.63%、16.33%。下调盈利预期, 19-21 年净利润分别为 71.20、74.37、85.45 亿元, 同比增长 10.36%、4.45%、14.90%, 对应 EPS 分别为 1.17、1.22、1.40 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 24、23 和 20 倍, 我们依然看好长期行业竞争格局改善、公司价值提升, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 食品安全问题, 行业格局发生重大变化, 公司新品放量不及预期

表 1: 2006 年、2019 年管理层激励计划情况梳理对比

	2006 年管理层期权激励计划	2019 年管理层限制性股票激励计划
股份数占比	9.68%	3%
主要管理层股份占该次激励计划比例 (潘刚等)	60%	45%
行权期间	2007 年 11 月-2016 年 11 月	2019 年-2023 年
业绩目标 (实际业绩)	①07 年首次行权业绩目标: 06 年扣费净利增速 $\geq 17\%$ (实际 28.58%) ; ②13 年行权业绩目标: 12 年主营收入较 05 年复合增速 $\geq 15\%$ (实际 19.24%)	19-23 年净利润 (未扣除股票激励摊销费用) 同比增速不低于 8% /9.3% /8.5% /7.8% /7.2%, 同时每期净资产收益率均不低于 15%。
行权价格	初始价格 13.33 元 (草案公布前 1 个交易日股票调整后收盘价)	15.46 元 (草案公布前 1 个交易日股票交易均价的 50%)

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

注: 行权价格均按照证监会相关规定制定¹

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	东兴证券乳制品行业三部曲之一: 齿轮模型探究乳业趋势, 低温需求重估牧场价值	2019-03-14

资料来源: 东兴证券研究所

¹ 2016 年修订的《上市公司股权激励管理办法》中对限制性股票定价的规定, 授予价格不低于下列价格较高者: ①激励计划草案公布前 1 个交易日公司股票交易均价的 50%; ②草案公布前 20、60、120 个交易日的公司股票交易均价之一的 50%。

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E			
流动资产合计	29846	24455	38093	43573	50142	营业收入	68058	79553	92517	106975	124440			
货币资金	21823	11051	23129	26744	31110	营业成本	42362	49106	56717	65381	75614			
应收账款	786	1101	1344	1632	1994	营业税金及附加	512	531	556	707	839			
其他应收款	45	68	79	91	106	营业费用	15522	19773	23110	26748	31737			
预付款项	1192	1460	2027	2681	3437	管理费用	3317	2980	3119	4688	5344			
存货	4640	5507	6216	7093	8122	财务费用	-60	110	120	130				
其他流动资产	1007	5000	5000	5000	5000	资产减值损失	50.62	75.66	79.44	83.41	66.73			
非流动资产合计	19455	23151	22251	21669	21015	公允价值变动收益	0.00	0.23	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	1765	1909	1528	1222	978	投资净收益	134.68	260.91	255.69	237.80	190.24			
固定资产	13256	14688	15711	15897	15683	营业利润	7116	7691	9082	9486	10899			
无形资产	514	639	575	511	447	营业外收入	85.60	34.82	0.00	0.00	0.00			
其他非流动资产	725	1718	1222	1246	1271	营业外支出	127.54	148.02	0.00	0.00	0.00			
资产总计	49300	47606	60344	65242	71157	利润总额	7074	7578	9082	9486	10899			
流动负债合计	23850	19171	29410	31756	34700	所得税	1071	1126	1962	2049	2354			
短期借款	7860	1523	11429	12407	13678	净利润	6003	6452	7120	7437	8545			
应付账款	7254	8839	9323	10747	12430	少数股东损益	2	12	13	15	16			
预收款项	4126	4401	4401	4401	4401	归属母公司净利润	6001	6440	7107	7422	8529			
一年内到期的非流动	24	33	0	0	0	EBITDA	9152	9845	11256	12216	13899			
非流动负债合计	211	398	121	60	30	EPS (元)	0.99	1.06	1.17	1.22	1.40			
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
负债合计	24061	19569	29531	31817	34731	成长能力								
少数股东权益	136	122	135	150	166	营业收入增长	12.29%	16.89%	16.30%	15.63%	16.33%			
实收资本 (或股本)	6078	6078	6097	6097	6097	营业利润增长	28.90%	8.08%	18.09%	4.45%	14.90%			
资本公积	2766	2841	2841	2841	2841	归属于母公司净利	10.36%	7.31%	10.36%	4.44%	14.91%			
未分配利润	14110	15673	14962	14220	13367	盈利能力								
归属母公司股东权益	25103	27916	30144	32742	35727	毛利率 (%)	0.00%	37.82%	38.70%	38.88%	39.24%			
负债和所有者权益	49300	47606	60344	65242	71157	净利率 (%)	8.82%	8.11%	7.70%	6.95%	6.87%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	12.17%	13.53%	11.78%	11.38%				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	23.90%	23.07%	23.58%	22.67%	23.87%			
经营活动现金流	7006	8625	7859	9516	10891	偿债能力								
净利润	6003	6452	7120	7437	8545	资产负债率 (%)	49%	41%	49%	49%	49%			
折旧摊销	1922.75	2214.34	0.00	2610.36	2869.51	流动比率								
财务费用	113	-60	110	120	130	速动比率								
应付帐款的变化	0	0	-243	-288	-361	营运能力								
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.54	1.64	1.71	1.70	1.82			
投资活动现金流	-3117	-5374	-1031	-1880	-2098	应收账款周转率	100	84	76	72	69			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付帐款周转率	9.72	9.89	10.19	10.66	10.74			
长期股权投资减少	0	0	548	372	304	每股指标 (元)								
投资收益	135	261	256	238	190	每股收益(最新摊)	0.99	1.06	1.17	1.22	1.40			
筹资活动现金流	4053	-10749	5250	-4022	-4427	每股净现金流(最新)	1.31	-1.23	1.98	0.59	0.72			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.13	4.59	4.94	5.37	5.86			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	14	0	19	0	0	P/E	28.38	26.51	24.11	23.08	20.09			
资本公积增加	289	76	0	0	0	P/B	6.80	6.12	5.68	5.23	4.80			
现金净增加额	7942	-7498	12078	3614	4366	EV/EBITDA	17.14	16.38	14.18	12.85	11.07			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

研究助理：张东雪

南开大学金融学本硕，2019年加入东兴证券研究所食品饮料组，主要覆盖乳制品、肉制品、保健品及部分白酒板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。