

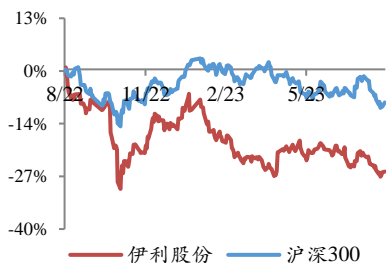
## 提升经营效率，坚守长期价值

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2023-08-29

收盘价 (元)	26.62
近 12 个月最高/最低 (元)	36.15/25.26
总股本 (百万股)	6,366
流通股本 (百万股)	6,276
流通股比例 (%)	98.57
总市值 (亿元)	1,707
流通市值 (亿元)	1,683

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 刘略天

执业证书号: S0010522100001

邮箱: liult@hazq.com

分析师: 陈姝

执业证书号: S0010522080001

邮箱: chenshu@hazq.com

### 相关报告

1.Q1 收入端超预期, 盈利能力静待改善 2023-05-03

2.短期承压, 静待改善 2022-10-28

3.基石业务行稳致远, 第二曲线加速成长 2022-09-01

### 主要观点:

#### ● 事件

8月28日晚, 公司发布半年报。23年H1实现营业总收入661.97亿元, 同比增长4.31%, 归母净利润63.05亿元, 同比增长2.81%, 扣非归母净利润为57.97亿元, 同比下降1.55%。23年Q2实现营业总收入327.56亿元, 同比增长1.05%, 归母净利润26.90亿元, 同比增长2.93%, 扣非归母净利润为24.80亿元, 同比下降4.53%。

#### ● 液态新品收入增量贡献扩大, 国际化业务稳步推进

1) 奶粉及奶制品营收下滑: 23年Q2液体乳/奶粉/冷饮产品同比增长分别为0.52%/-8.94%/19.22%, 奶粉同比下降幅度较大, 主因去年同期基数较高, 23H1成人奶粉市场零售额同比增长约6.2%。液态乳23Q1同比下滑2.6%, 23Q2环比向好。23H1新品收入占比达15%以上, 液态新品的收入增量贡献扩大, 推动业务持续增长; 2) 华北华南区域表现良好: 23年Q2华北/华南/华中/华东的营收同比增长率分别为3.04%/7.84%/-1.74%/-8.37%, 华北华南实现正向增长。液体乳整体零售额市占份额继续稳居行业第一。公司冷饮业务增速远超行业水平, 稳居市场第一; 3) 国际化业务稳步推进: 公司积极开发海外市场, 进一步拓展海外业务, 23H1公司海外业务收入较上年同期增长19.9%; 4) 提高渠道运营效率, 促进业务增长: 在主要电商平台, 公司液态乳品销量同比增长29.5%; 在线上、线下渠道, 公司液态乳品零售额市占份额均位列第一, 市场份额提升3PCT。

#### ● 毛利率基本稳健, 费用使用效率提升

23H1毛利率为33.33% (同比下降0.34PCT), 其中23年Q2毛利率为32.52% (同比下降0.04PCT)。公司23年H1销售费用率为17.55%, 同比下降0.79PCT, 23年Q2销售费用率为18.04%, 同比下降0.49PCT, 主要是本期广告营销费用减少所致。公司23年Q2管理费用率为3.83%, 同比下降0.54PCT, 经营效率提升显著。23年Q2研发费用率为0.59%, 同比持平。23H1公司净利率为9.52%, 同比下降0.14PCT。

#### ● 投资建议

公司收入端环比向好趋势明显, 需求端稳健恢复, 控费提升经营效率, 盈利能力有望持续提升。结合上半年业绩, 我们下调公司业绩预测, 预计23-25年营业收入同比增长分别为6.3%/9%/8.7%, 23-25年归母净利润同比增长分别为13.3%/16%/15%, EPS分别为1.67/1.94/2.23元/股, 对应PE为16/14/12倍, 维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、区域扩张不及预期、新品放量不及预期, 疫情反复带来动销压力, 食品安全事件。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	123171	130965	142702	155076

收入同比 (%)	11.4%	6.3%	9.0%	8.7%
归属母公司净利润	9431	10689	12395	14259
净利润同比 (%)	8.3%	13.3%	16.0%	15.0%
毛利率 (%)	32.5%	32.9%	33.2%	33.8%
ROE (%)	18.8%	17.5%	16.9%	16.3%
每股收益 (元)	1.48	1.67	1.94	2.23
P/E	20.95	15.94	13.74	11.95
P/B	3.95	2.80	2.32	1.95
EV/EBITDA	14.13	9.09	7.36	5.79

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>		74019	92045	111839	<b>营业收入</b>	123171	130965	142702	155076
现金	33853	51187	68160	86882	营业成本	83119	87935	95255	102700
应收账款	3088	2383	2616	2889	营业税金及附加	742	825	899	977
其他应收款	200	179	195	212	销售费用	22908	23312	25258	27293
预付账款	1834	1759	1905	2054	管理费用	5343	5370	5822	6296
存货	14836	10841	11483	12099	财务费用	-255	-177	-98	-10
其他流动资产	7652	7669	7685	7702	资产减值损失	-792	-771	-872	-973
<b>非流动资产</b>	69502	67513	65448	63353	公允价值变动收益	94	61	50	42
长期投资	4563	4363	4163	3963	投资净收益	244	0	143	155
固定资产	33735	29924	26001	21984	<b>营业利润</b>	10860	12644	14541	16687
无形资产	4648	7627	10605	13582	营业外收入	61	48	68	72
其他非流动资产	26556	25600	24679	23824	营业外支出	291	300	300	300
<b>资产总计</b>	130965	141532	157493	175192	<b>利润总额</b>	10630	12393	14308	16460
<b>流动负债</b>	62170	61136	63789	66328	所得税	1312	1809	2060	2370
短期借款	26799	26799	26799	26799	<b>净利润</b>	9318	10583	12248	14089
应付账款	15926	15539	17224	18852	少数股东损益	-113	-106	-147	-169
其他流动负债	19444	18797	19765	20677	<b>归属母公司净利润</b>	9431	10689	12395	14259
<b>非流动负债</b>	14653	15703	16763	17833	EBITDA	14540	17731	19723	22043
长期借款	9298	10348	11408	12478	EPS (元)	1.48	1.67	1.94	2.23
其他非流动负债	5354	5354	5354	5354					
<b>负债合计</b>	76822	76838	80552	84161					
少数股东权益	3875	3769	3622	3453					
股本	6399	6366	6366	6366					
资本公积	14235	14235	14235	14235					
留存收益	29633	40322	52717	66976					
归属母公司股东权益	50268	60924	73319	87577					
<b>负债和股东权益</b>	130965	141532	157493	175192					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>		20825	20545	22435	<b>成长能力</b>				
净利润	9431	10689	12395	14259	营业收入	11.4%	6.3%	9.0%	8.7%
折旧摊销	4068	4928	5012	5041	营业利润	6.2%	16.4%	15.0%	14.8%
财务费用	1377	669	824	876	归属于母公司净利	8.3%	13.3%	16.0%	15.0%
投资损失	-244	0	-143	-155	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-1813	3533	1390	1255	毛利率 (%)	32.5%	32.9%	33.2%	33.8%
其他经营现金流	11845	8162	12072	14163	净利率 (%)	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%
<b>投资活动现金流</b>	-19514	-3901	-3858	-3949	ROE (%)	18.8%	17.5%	16.9%	16.3%
资本支出	-5950	-3312	-3303	-3308	ROIC (%)	9.7%	10.3%	10.5%	10.8%
长期投资	-13429	-650	-749	-838	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-135	61	193	197	资产负债率 (%)	58.7%	54.3%	51.1%	48.0%
<b>筹资活动现金流</b>	8781	409	286	236	净负债比率 (%)	141.9%	118.8%	104.7%	92.5%
短期借款	14203	0	0	0	流动比率	0.99	1.21	1.44	1.69
长期借款	3918	1050	1060	1070	速动比率	0.69	0.97	1.20	1.44
普通股增加	-1	-33	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-33	0	0	0	总资产周转率	0.94	0.93	0.91	0.89
其他筹资现金流	-9306	-608	-774	-834	应收账款周转率	39.88	54.95	54.55	53.68
<b>现金净增加额</b>	2108	17333	16973	18722	应付账款周转率	5.22	5.66	5.53	5.45

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

**分析师：**陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。