

高基数下开门红，全年业绩无忧

一季报点评报告

陈文倩(分析师)

孙颖(联系人)

010-83561313

证书编号: S0280118090017

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

● Q1 高基数下高增长，长期看好调整至“强烈推荐”评级：

公司 2019Q1 实现营业收入 231.30 亿元/+17.10%，由于春节错峰，2018Q1 基数较高，2019Q1 收入略超预期，实现开门红；归母净利润 22.76 亿元/+8.36%，扣非后净利润 21.82 亿元/+9.20%，EPS0.37 元。我们看好公司品牌力、份额持续提升及国际业务逐步拓展，盈利预测由 2018/2019 年净利润 65.8/74.0 亿元调整至 2019/2020 年净利润 69.5/76.5 亿元，当前股价对应 PE 为 23X/22X，上调至“强烈推荐”评级。

● 产品结构持续改善，毛利率环比回升：

2019Q1 毛利率 39.9%/+1.1pct，3 月调整库存，销售费用率 24.1%/+1.1pct。一季度促销力度总体同比减弱，终端 1-2 月买赠减少，3 月买赠力度环比加大，整体小于 2018 年同期。产品结构持续改善，高端品安慕希增速保持 30% 以上，金典增速 15% 以上，依然保持较高增速，同时不断推出新品，如妙芝奶酪、金典娟姗奶等；婴幼儿奶粉竞争环境改善，毛利逐渐恢复正常。

● 渠道精耕细作，市场渗透能力继续增强，大额回购彰显信心：

2018 年公司市占率在 40% 左右，直控村级网店近 60.8 万家/+14.7%，各销售层级（除乡镇级）增速均超两位数增长；新品植选豆奶等将在原有渠道逐渐发力，2019 年公司市占率有望提升至 45% 左右。公司近期公告回购价格 35 元以内，彰显对公司价值信心，回购的股份用于实施股权激励，我们认为二季度股权激励有望落地。

● 战略布局上游奶源，逐渐切入大健康领域：

公司全资子公司香港金港商贸控股有限公司收购新西兰西部乳业增强上游话语权，收购落地后约增厚营业收入 32 亿人民币。公司除了在常温酸奶、高端白奶、乳制品领域继续深耕，另外“Joy Day”冰淇淋进入印尼市场、收购泰国 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED，继续进军植物蛋白饮品、功能饮料等大健康产业，加速健康食品业务战略布局。对比雀巢、达能发展路径，在整合全球资源、服务全球市场的过程中，全球性食品巨头雏形基本显现。

● 风险提示：原材料价格波动，渠道拓展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	68058	79,553	91,503	103,723	115,797
增长率(%)	12.3	16.9	15.0	13.4	11.6
净利润(百万元)	6000.9	6,440	6,949	7,650	8,645
增长率(%)	6.0	7.3	7.9	10.1	13.0
毛利率(%)	37.8	38.3	37.6	37.4	36.7
净利率(%)	8.8	8.1	7.6	7.4	7.5
ROE(%)	23.8	23.0	22.6	22.1	22.0
EPS(摊薄/元)	0.99	1.06	1.14	1.26	1.42
P/E(倍)	26.97	25.1	23.3	21.2	18.7
P/B(倍)	6.45	5.8	5.3	4.7	4.1

强烈推荐(调高评级)

市场数据	时间 2019.04.25
收盘价(元):	30.45
一年最低/最高(元):	20.6/32.19
总股本(亿股):	60.78
总市值(亿元):	1,850.79
流通股本(亿股):	60.4
流通市值(亿元):	1,839.12
近 3 月换手率:	55.91%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	6.37	4.33	6.68
绝对	11.69	28.11	9.64

相关报告

《收入利润超预期，五强千亿指日可待》
2019-02-28

《收购 Chomthana，切入东南亚市场，国际化再下一城》2018-11-30

《短期业绩继续承压，看好长期发展》

《行业景气周期延续，龙头份额持续提升》2018-07-17

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	29846	24455	37806	32011	47367
现金	21823	11051	25123	17105	28847
应收账款	786	1101	1070	1391	1356
其他应收款	45	0	51	7	58
预付账款	1192	1460	1591	1867	1993
存货	4640	5507	6168	6320	7258
其他流动资产	1359	5337	3802	5321	7855
非流动资产	19455	23151	23751	24972	25762
长期投资	1765	1909	2111	2325	2559
固定资产	13256	14688	16468	17850	18757
无形资产	514	639	566	479	372
其他非流动资产	3919	5914	4605	4318	4074
资产总计	49300	47606	61556	56983	73129
流动负债	23850	19171	30409	21898	33356
短期借款	7860	1523	1523	1523	1523
应付账款	7254	0	8434	1159	9671
其他流动负债	8736	17648	20453	19216	22161
非流动负债	211	398	401	401	401
长期借款	0	0	3	4	3
其他非流动负债	210	398	398	398	398
负债合计	24061	19569	30810	22299	33757
少数股东权益	136	122	136	147	159
股本	6078	6078	6078	6078	6078
资本公积	2766	2841	2841	2841	2841
留存收益	16532	18718	21153	23714	26558
归属母公司股东权益	25103	27916	30610	34537	39212
负债和股东权益	49300	47606	61556	56983	73129

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	7006	8625	20271	-1470	18365
净利润	6003	6452	6964	7661	8657
折旧摊销	1444	1609	1543	1842	2128
财务费用	113	-60	-89	-67	-84
投资损失	-135	-261	-140	-170	-181
营运资金变动	-571	518	11993	-10735	7844
其他经营现金流	152	367	-0	-0	-0
投资活动现金流	-3117	-5374	-2003	-2894	-2737
资本支出	3351	5091	1369	1014	574
长期投资	-30	-176	-201	-234	-234
其他投资现金流	204	-460	-836	-2115	-2397
筹资活动现金流	4053	-10749	-4196	-3654	-3886
短期借款	7710	-6337	0	0	0
长期借款	0	0	3	1	(0)
普通股增加	14	-0	0	0	0
资本公积增加	289	76	0	0	0
其他筹资现金流	-3960	-4487	-4198	-3655	-3885
现金净增加额	7545	-7191	14072	-8018	11742

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	68058	79553	91503	103723	115797
营业成本	42362	49106	57092	64940	73320
营业税金及附加	512	531	579	712	793
营业费用	15522	19773	21961	24790	26633
管理费用	3317	2980	4575	5186	5790
财务费用	113	-60	-89	-67	-84
资产减值损失	51	76	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	135	261	140	170	181
营业利润	7116	7691	8270	9079	10272
营业外收入	86	35	35	35	35
营业外支出	128	148	106	112	124
利润总额	7074	7578	8199	9001	10183
所得税	1071	1126	1235	1341	1526
净利润	6003	6452	6964	7661	8657
少数股东损益	2	12	15	11	12
归属母公司净利润	6001	6440	6949	7650	8645
EBITDA	8340	8947	9292	10303	11715
EPS(元)	0.99	1.06	1.14	1.26	1.42

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	12.3	16.9	15.0	13.4	11.6
营业利润(%)	28.9	8.1	7.5	9.8	13.1
归属于母公司净利润(%)	6.0	7.3	7.9	10.1	13.0
获利能力					
毛利率(%)	37.8	38.3	37.6	37.4	36.7
净利率(%)	8.8	8.1	7.6	7.4	7.5
ROE(%)	23.8	23.0	22.6	22.1	22.0
ROIC(%)	17.6	21.0	20.3	19.8	19.9
偿债能力					
资产负债率(%)	48.8	41.1	50.1	39.1	46.2
净负债比率(%)	-55.2	(33.9)	(76.7)	(44.9)	-69.4
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.5	1.4
速动比率	1.1	1.0	1.0	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.6	1.7	1.8	1.8
应收账款周转率	100.2	84.3	84.3	84.3	84.3
应付账款周转率	6.0	13.5	13.5	13.5	13.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.06	1.14	1.26	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	0.67	3.34	-0.24	3.02
每股净资产(最新摊薄)	4.13	4.59	5.04	5.68	6.45
估值比率					
P/E	26.97	25.13	23.29	21.16	18.72
P/B	6.45	5.80	5.29	4.69	4.13
EV/EBITDA	17.78	17.1	14.9	14.2	11.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>