

# 中国必需消费品行业 – 行业数据更新

## 必需品仍具防守性

- 2020年2月零售销售累计同比下跌20.5%，反映新冠病毒疫情对消费带来打击，并带来消费行为的变化
- 最新公布的失业率数据显示劳动力市场疲弱；受限于疫情，正常生活秩序的恢复缓慢
- 随着消费者继续保持保守的消费模式，必需消费品预期将会继续保持较好的表现
- 食品通胀率较高，对于必需消费品行业的企业提价有一定帮助
- 行业评级正面；偏好行业的龙头企业

**2020年2月零售销售累计同比下跌20.5%。**零售销售的下跌反映新冠肺炎的爆发对消费产生负面影响。餐饮消费2月累计同比下跌43.1%，为所有消费类别中的最大跌幅。实物商品的网上零售销售累计同比增长率仅为3.0%，而整体网上零售销售则同比下跌3.0%。我们预期，由于疫情发展仍具有不确定性，人们将会继续减少社交活动和户外活动，从而对零售销售带来持续的下行压力。

**疲弱的劳动力市场。**全国城镇调查失业率在今年2月达到6.2%，上年同期为5.3%。2月全国主要就业人员群体25-59岁人口调查失业率为5.6%，上年同期为4.9%。而1-2月全国城镇新增就业108万人，低于上年同期的174万人。2月份就业数据显示全国的劳动力市场仍未恢复，个人收入将会有所下降。正常生活秩序的逐步恢复将会有助于劳动力市场的复苏。但是随着新冠肺炎在全球蔓延，企业（尤其是出口相关的企业）的复工速度将会受阻，为劳动力市场的复苏带来不确定性，对未来的就业和个人收入带来负面影响。

**必需消费品将保持较佳表现。**在今年2月，“粮油食品”、“饮料”、“中西药品”零售的累计同比涨幅分别达到9.7%、3.1%、0.2%，而其他类别的零售商品则出现不同程度的下跌，显示出消费模式趋向保守。我们认为，受到全球疫情发展的影响，消费者将继续保持谨慎，必需消费品将会继续保持较佳的表现。

**持续高通胀将为消费复苏带来一定阻力。**CPI在今年1月和2月分别达到5.4%和5.2%。而CPI（不包括食品和能源）则从1月份的1.5%下跌至2月份的1.0%。首两个月的CPI数据显示：1)猪肉价格仍是CPI居高不下的主要原因；2)非必需消费的减少一定程度缓解2月份的CPI涨幅。我们预期，至少在今年上半年，猪肉价格的上涨以及海外供应链受到疫情扩散的影响，CPI将会维持较高水平。通胀水平较高会提升必需消费品公司的提价能力。此外，实际收入的下降也会导致在非必需消费品方面的支出减少，相应提高必需消费品的比例。

**偏好必需消费品业内龙头。**基于今年头两个月的零售表现，我们认为必需消费品在目前的经济状况下具有较强的防御性。同时行业龙头可以更好地抵御市场波动。我们的行业首选包括万洲国际(288 HK)、蒙牛(2319 HK)、飞鹤(6186 HK)、安踏(2020 HK)、伊利(600887 CH)、双汇(000895 CH)。

**风险因素：**1)宏观经济风险；2)通胀风险；3)政策/监管的不确定性；4)与中美贸易争端有关的风险；5)事件风险；6)人口风险。

## 行业报告

2020年3月20日

正面

分析师：潘泓兴

电话：(852)2147 8829

电邮：paulpan@abci.com.hk

### 关键数据

平均20E市盈率(X)	15.76
平均20E市账率(X)	3.74
平均20E股息收益率(%)	3.58
此前评级	正面
此前报告日期	2020年2月11日

来源：彭博、农银国际证券预测

### 行业表现 (%)

	绝对	相对*
1个月	(12.33)	(2.84)
3个月	(12.67)	(2.60)
6个月	(0.01)	0.04

\*相对于 MSCI 中国主要消费品指数

来源：彭博、农银国际证券

### 1年行业表现(%)

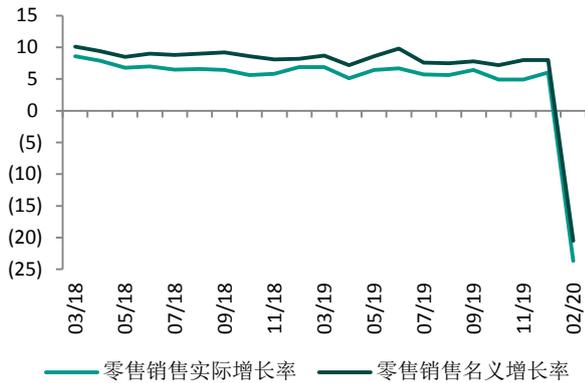


来源：彭博、农银国际证券

注：数据截至2020年3月18日

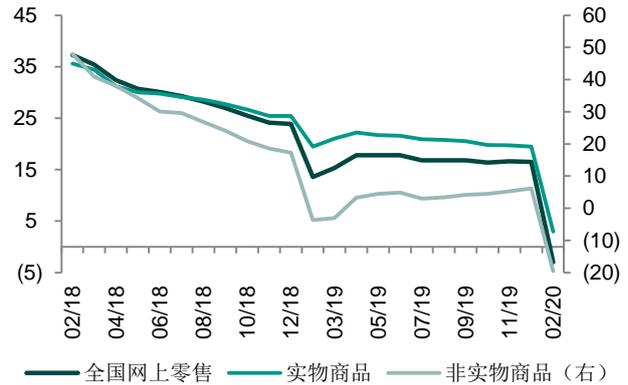


图表 1: 零售销售增长(同比%)



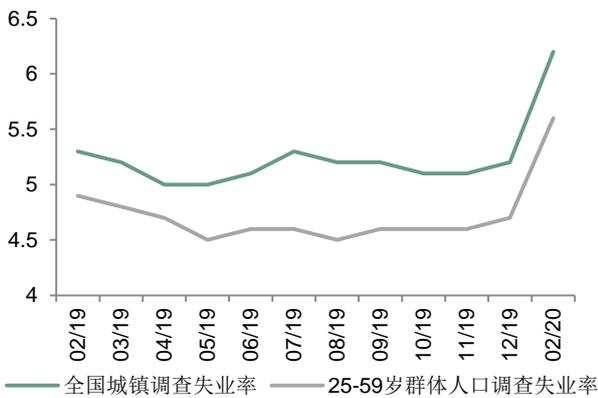
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 2: 网上零售销售增长(累计同比%)



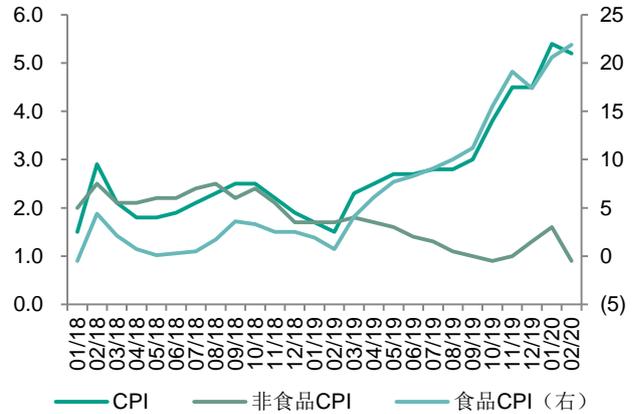
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 3: 失业率(%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 4: CPI(同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

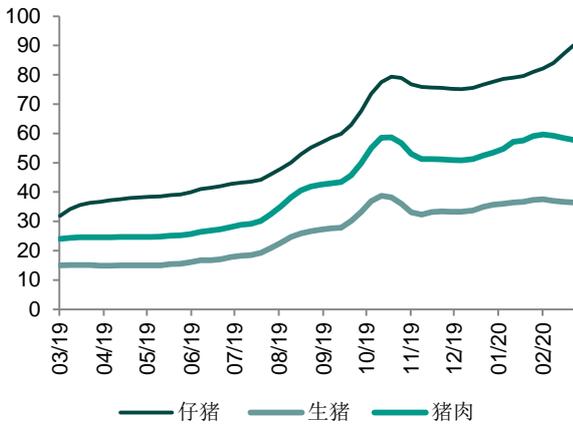
图表 5: 不同产品类别的零售销售增长(同比%)

	2020年1-2月	2019年1-2月	2019全年
全国零售销售	(20.5)	8.2	8.0
<u>限额以上单位商品零售</u>			
粮油、食品类	9.7	10.1	10.2
饮料类	3.1	8.0	10.4
中西药品类	0.2	10.3	9.0
日用品类	(6.6)	15.9	13.9
通讯器材类	(8.8)	8.2	8.5
文化办公用品类	(8.9)	8.8	3.3
化妆品类	(14.1)	8.9	12.6
烟酒类	(15.7)	4.6	7.4
石油及制品类	(26.2)	2.5	1.2
家用电器和音像器材类	(30.0)	3.3	5.6
建筑及装潢材料类	(30.5)	6.6	2.8
服装鞋帽、针纺织品类	(30.9)	1.8	2.9
家具类	(33.5)	0.7	5.1
汽车类	(37.0)	(2.8)	(0.8)
金银珠宝类	(41.4)	4.4	0.4

来源: 国家统计局、农银国际证券

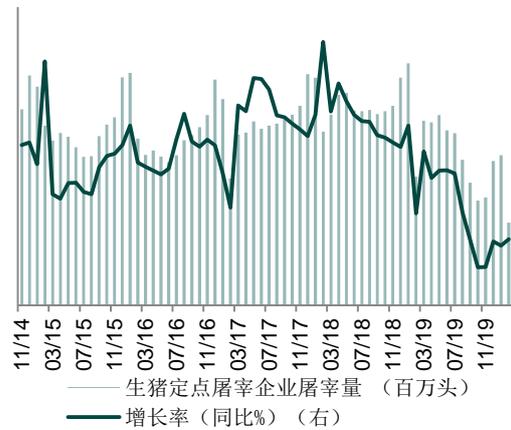


图表 6: 每周平均批发价格-仔猪、生猪、猪肉 (人民币/公斤)



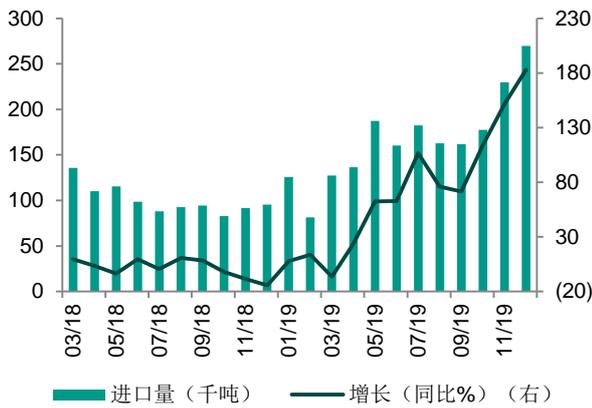
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 7: 全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量



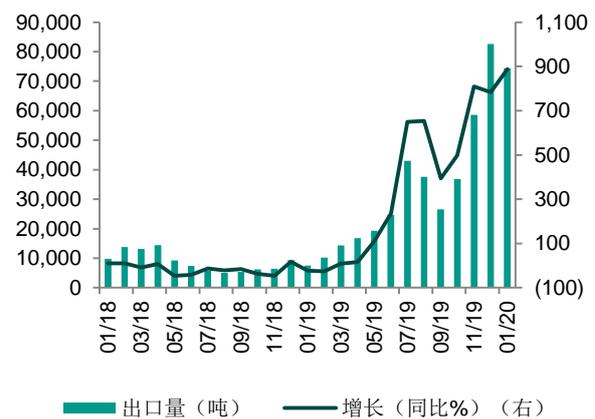
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 8: 中国冷冻猪肉进口



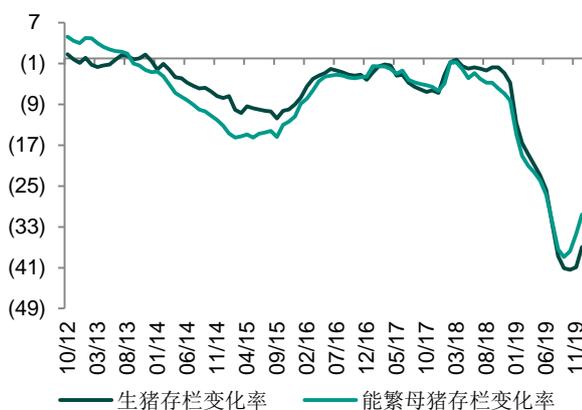
来源: 中国海关、农银国际证券

图表 9: 美国向中国出口猪肉走势



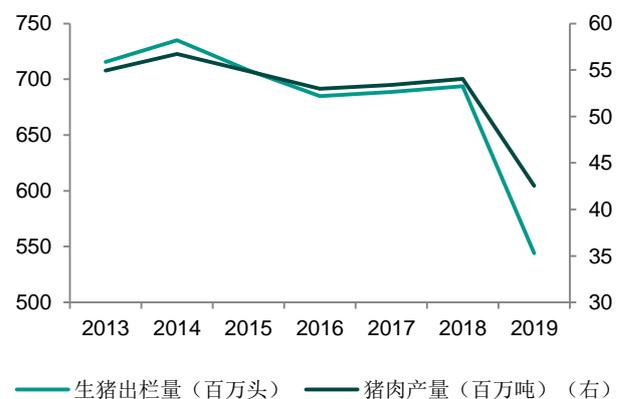
来源: 美国农业部、农银国际证券

图表 10: 生猪及能繁母猪存栏量 (同比%)



来源: 农业部、农银国际证券

图表 11: 年度生猪出栏及猪肉产量



来源: 国家统计局、农银国际证券



图表12: 相关股指表现

变动 (%)	恒上消费品及 消费服务指数	CSI 300 主要消费指数	恒生指数	CSI 300指数	MSCI中国 主要消费指数
年初至今	(25.33)	(9.26)	(20.92)	(11.24)	(11.24)
1个月	(23.47)	(6.43)	(19.03)	(10.38)	(8.41)
3个月	(24.81)	(7.58)	(20.06)	(9.83)	(10.22)
6个月	(21.78)	(7.99)	(16.68)	(7.00)	(6.37)
1年	(22.89)	18.05	(24.20)	(5.59)	5.86
52周高	3,311.72	22,031.96	30,280.12	4,223.51	1,434.85
52周低	2,333.69	15,239.39	22,167.42	3,556.26	1,123.43
收市价	2,349.21	18,947.81	22,291.82	3,636.26	1,237.76

注: 数据截至2020年3月18日

来源: 彭博、农银国际证券

图表13: 行业首选的目标价及股价表现

公司	代码	评级	价格	目标价	上升空间 (%)	52周高	52周低	年初至 今变化 (%)	相对表现		
									1个月	3个月	6个月
万洲国际	288 HK	买入	HK\$ 6.20	HK\$ 9.4	51.61	HK\$ 9.95	HK\$ 6.00	(22.98)	(6.43)	(0.61)	2.28
蒙牛	2319 HK	买入	HK\$ 25.35	HK\$ 35.0	38.07	HK\$34.6	HK\$24.35	(18.52)	3.76	(0.59)	0.41
安踏	2020 HK	买入	HK\$ 47.2	HK\$ 80.3	70.13	HK\$79.9	HK\$43.3	(32.33)	(13.88)	(15.42)	(11.67)
飞鹤	6186 HK	买入	HK\$ 11.48	HK\$ 13.74	19.69	HK\$ 13.92	HK\$ 6.26	25.46	24.99	68.40	N/A
伊利	600887 CH	买入	RMB 27.67	RMB 35.4	27.94	RMB34.66	RMB26.7	(10.57)	2.00	0.70	2.38
双汇	000895 CH	买入	RMB 34.52	RMB 39.5	14.43	RMB38.36	RMB21.17	18.91	13.21	28.25	48.27

注: 1) 数据截至2020年3月18日

2) 港股相对表现计算参照恒指; A股相对表现计算参照CSI300指数

3) 目标价及评级与2020年2月11日出版的行业报告一致

来源: 彭博、农银国际证券预测

图表14: 行业首选估值

公司	代码	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
		市盈率 (x)	市盈率 (x)	市帐率 (x)	市帐率 (x)	股息收益率 (%)	股息收益率 (%)	股本收益率 (%)	股本收益率 (%)
万洲国际	288 HK	8.96	6.98	1.21	1.05	4.46	5.73	14.27	16.11
蒙牛	2319 HK	22.29	17.05	2.89	2.61	1.33	1.94	13.51	16.04
安踏	2020 HK	13.46	8.71	4.82	3.67	3.14	4.99	39.96	47.86
飞鹤	6186 HK	21.82	17.14	5.34	4.07	1.67	2.13	27.86	26.93
伊利	600887 CH	22.87	17.90	4.96	4.34	2.90	3.73	23.44	25.86
双汇	000895 CH	14.83	11.86	7.94	7.44	6.07	7.59	50.00	57.99

注 1) 数据截至2020年3月18日

2) 公司预测数据与2020年2月11日出版的行业报告一致

3) 美元/港元: 7.7663; 人民币/港元: 1.1021

来源: 彭博、农银国际证券预测



## 万洲国际(288 HK) 财务报表

### 合并利润表

财年截至12月31日 (美元百万元, 每股数据除外)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>收入</b>	<b>22,379</b>	<b>22,605</b>	<b>24,081</b>	<b>25,945</b>	<b>28,366</b>
- 肉制品	11,777	12,147	12,571	13,043	13,656
- 生鲜肉	9,526	9,136	10,106	11,320	12,897
- 生猪养殖	572	688	827	966	1,159
- 其他	504	634	577	616	654
营业成本	(18,061)	(17,907)	(19,207)	(20,464)	(21,912)
<b>毛利</b>	<b>4,318</b>	<b>4,698</b>	<b>4,874</b>	<b>5,481</b>	<b>6,454</b>
销售成本	(1,930)	(2,139)	(2,287)	(2,484)	(2,732)
管理成本	(823)	(732)	(776)	(833)	(907)
生物公允价值调整	318	(339)	(31)	31	(52)
其他	(206)	3	12	18	16
<b>营业利润</b>	<b>1,677</b>	<b>1,491</b>	<b>1,792</b>	<b>2,214</b>	<b>2,779</b>
- 肉制品	1,435	1,547	1,618	1,725	1,821
- 生鲜肉	547	246	305	372	503
- 生猪养殖	56	(113)	90	120	213
- 其他	(177)	(30)	(159)	(4)	242
净财务成本	(198)	(115)	(198)	(238)	(245)
分占联营及合营企业利润	22	35	43	51	59
<b>税前利润</b>	<b>1,501</b>	<b>1,411</b>	<b>1,638</b>	<b>2,027</b>	<b>2,593</b>
所得税费用	(182)	(258)	(321)	(398)	(509)
<b>净利润</b>	<b>1,319</b>	<b>1,153</b>	<b>1,317</b>	<b>1,629</b>	<b>2,084</b>
- 归属母公司股东净利润	1,133	922	1,067	1,311	1,683
- 少数股东损益	186	243	277	343	439
<b>每股盈利(美仙)</b>					
- 基本	7.54	6.43	7.26	8.91	11.44
- 摊薄	7.76	6.19	7.10	8.72	11.20
<b>每股派息(港仙)</b>	<b>27.00</b>	<b>20.00</b>	<b>22.54</b>	<b>27.68</b>	<b>35.54</b>

除净利润, 其他利润数据均为生物公允价值调整前数据  
来源: 公司、农银国际证券预测

### 合并资产负债表

财年截至12月31日 (美元百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,371	525	1,915	2,889	4,480
应收账款及应收票据	989	1,135	955	1,132	1,240
存货	1,905	2,022	2,943	2,131	3,170
流动性生产性生物资产	990	947	1,592	2,647	2,559
其他	418	838	341	280	549
<b>流动资产</b>	<b>5,673</b>	<b>5,467</b>	<b>7,745</b>	<b>9,078</b>	<b>11,999</b>
固定资产	5,037	5,300	5,671	6,060	6,457
非流动性生产性生物资产	181	147	285	456	432
商誉	1,838	1,847	1,847	1,847	1,847
无形资产	1,742	1,734	1,592	1,563	1,533
合资企业及联营公司股权	295	352	377	404	433
其他	492	451	535	497	553
<b>非流动资产</b>	<b>9,585</b>	<b>9,831</b>	<b>10,307</b>	<b>10,826</b>	<b>11,254</b>
<b>总资产</b>	<b>15,258</b>	<b>15,298</b>	<b>18,052</b>	<b>19,904</b>	<b>23,253</b>
应付账款及应付票据	1,076	977	1,325	856	1,652
短期借款	901	860	1,446	1,630	1,889
其他	1,522	1,491	1,851	1,759	1,794
<b>流动负债</b>	<b>3,499</b>	<b>3,328</b>	<b>4,622</b>	<b>4,246</b>	<b>5,335</b>
长期借款	2,297	2,259	2,670	3,010	3,489
其他	1,240	1,293	1,175	1,615	1,546
<b>非流动负债</b>	<b>3,537</b>	<b>3,552</b>	<b>3,845</b>	<b>4,625</b>	<b>5,035</b>
归属于母公司所有者权益	7,445	7,746	8,636	9,740	11,151
少数股东权益	777	672	949	1,293	1,732
<b>股东权益</b>	<b>8,222</b>	<b>8,418</b>	<b>9,586</b>	<b>11,033</b>	<b>12,883</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>15,258</b>	<b>15,298</b>	<b>18,052</b>	<b>19,904</b>	<b>23,253</b>

来源: 公司、农银国际证券预测



## 合并现金流量表

财年截至12月31日 (美元百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,501	1,411	1,638	2,027	2,593
折旧及摊销	389	437	485	526	584
营运资金变动	(321)	(570)	(528)	(993)	(486)
其他	(57)	(23)	(273)	(379)	(454)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,512</b>	<b>1,255</b>	<b>1,321</b>	<b>1,181</b>	<b>2,236</b>
资本支出	(563)	(811)	(1,047)	(1,111)	(1,206)
其他	(221)	(406)	613	892	436
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>(784)</b>	<b>(1,217)</b>	<b>(434)</b>	<b>(219)</b>	<b>(770)</b>
借款变动	64	4	996	524	739
其他	(655)	(794)	(488)	(544)	(649)
<b>融资活动所用现金净额</b>	<b>(591)</b>	<b>(790)</b>	<b>508</b>	<b>(19)</b>	<b>90</b>
<b>现金及现金等价物变动</b>	<b>137</b>	<b>(752)</b>	<b>1,395</b>	<b>942</b>	<b>1,557</b>
汇率变动影响	19	(43)	(21)	(11)	(45)
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>1,279</b>	<b>484</b>	<b>1,858</b>	<b>2,789</b>	<b>4,301</b>

来源: 公司、农银国际证券预测

## 主要财务运营数据

财年截至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>增长(同比%)</b>					
收入	3.92	1.01	6.53	7.74	9.33
- 肉制品	6.35	3.14	3.49	3.76	4.70
- 生鲜肉	3.79	(4.09)	10.62	12.01	13.93
- 生猪养殖	(32.23)	20.28	20.23	16.73	20.00
毛利	3.40	1.90	5.93	6.87	6.67
营业利润	4.08	(11.34)	12.40	19.35	25.55
净利润(归属母公司股东)	9.36	(18.64)	15.80	22.81	28.40
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	20.61	19.92	20.37	21.01	22.93
运营利润率	8.32	7.30	7.70	8.53	9.80
- 肉制品	12.18	12.74	12.87	13.23	13.33
- 生鲜肉	5.74	2.69	3.02	3.28	3.90
- 生猪养殖	9.79	(16.42)	10.88	12.45	18.42
息税折旧摊销前利润率	10.49	9.32	9.72	10.32	12.22
净利率(归属母公司股东)	5.06	4.08	4.43	5.05	5.93
<b>收入构成(%)</b>					
- 肉制品	52.63	53.74	52.20	50.27	48.14
- 生鲜肉	42.57	40.42	41.97	43.63	45.47
- 生猪养殖	2.56	3.04	3.44	3.72	4.08
<b>回报率(%)</b>					
平均资产回报率	9.14	7.55	7.90	8.58	9.66
平均股本回报率	16.47	12.14	13.03	14.27	16.11
<b>流动性比率(x)</b>					
流动比率	1.62	1.64	1.68	2.14	2.25
速动比率	0.79	0.75	0.69	1.01	1.18
现金比率	0.41	0.17	0.43	0.70	0.86
<b>运营资金周转天数</b>					
应收账款周转天数	14	17	16	15	15
存货周转天数	37	40	47	45	44
应付账款周转天数	19	21	21	20	20
现金周转天数	32	36	42	40	39
<b>杠杆比率(%)</b>					
总负债/股东权益	42.96	40.27	42.93	42.05	41.75
总负债/总资产	20.96	20.39	22.80	23.31	23.13

注: 除净利润, 其他利润数据均为生物公允价值调整前数据

来源: 公司、农银国际证券预测



## 蒙牛(2319 HK) 财务报表

### 合并利润表

财年截至12月31日 (人民币百万元, 每股数据除外)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>收入</b>	<b>60,156</b>	<b>68,977</b>	<b>76,602</b>	<b>87,162</b>	<b>99,536</b>
- 液态乳	53,015	59,389	66,323	74,093	83,575
- 冰淇淋	2,513	2,723	2,649	2,764	2,883
- 奶粉	4,042	6,017	6,438	8,663	11,272
- 其他收入	585	851	1,193	1,642	1,806
营业成本	(38,973)	(43,193)	(47,606)	(53,146)	(60,147)
<b>毛利</b>	<b>21,183</b>	<b>25,784</b>	<b>28,996</b>	<b>34,017</b>	<b>39,389</b>
其他收入	338	736	2,941	636	712
销售, 一般和管理费用	(17,366)	(21,748)	(24,259)	(27,750)	(31,459)
其他费用	(1,099)	(851)	(1,149)	(1,307)	(1,493)
<b>运营利润</b>	<b>2,972</b>	<b>3,835</b>	<b>6,529</b>	<b>5,595</b>	<b>7,149</b>
净利息收入/(成本)	184	318	(29)	(151)	(80)
分占联营及合营企业利润	(532)	(300)	(39)	54	61
<b>税前利润</b>	<b>2,625</b>	<b>3,853</b>	<b>6,461</b>	<b>5,499</b>	<b>7,130</b>
所得税费用	(594)	(649)	(1,457)	(1,137)	(1,428)
<b>净利润</b>	<b>2,031</b>	<b>3,204</b>	<b>5,003</b>	<b>4,361</b>	<b>5,702</b>
- 归属母公司股东净利润	2,048	3,043	4,995	4,056	5,303
- 少数股东损益	(17)	161	8	305	399
<b>每股利润(人民币)</b>					
- 基本	0.53	0.78	1.27	1.03	1.35
- 摊薄	0.53	0.78	1.27	1.03	1.34
<b>每股派息(人民币)</b>	<b>0.12</b>	<b>0.19</b>	<b>0.36</b>	<b>0.31</b>	<b>0.45</b>

来源: 公司、农银国际证券预测

### 合并资产负债表

财年截至12月31日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,959	7,298	5,625	6,684	8,578
应收账款及应收票据	2,647	2,892	4,373	3,910	5,568
存货	3,510	4,282	5,771	6,213	7,445
其他	13,902	15,269	19,970	21,554	27,884
<b>流动资产</b>	<b>26,018</b>	<b>29,741</b>	<b>35,738</b>	<b>38,361</b>	<b>49,476</b>
固定资产及在建工程	14,079	16,937	17,148	19,156	21,392
商誉	4,533	4,681	7,263	7,263	7,263
其他无形资产	2,194	2,298	2,085	2,252	2,479
其他	11,315	12,799	14,808	16,816	19,773
<b>非流动资产</b>	<b>32,121</b>	<b>36,716</b>	<b>41,304</b>	<b>45,487</b>	<b>50,907</b>
<b>总资产</b>	<b>58,139</b>	<b>66,457</b>	<b>77,042</b>	<b>83,848</b>	<b>100,383</b>
应付账款及应收票据	6,342	7,022	7,608	8,608	10,114
短期借款	7,935	6,523	6,565	8,635	11,272
其他	8,289	11,565	13,703	13,866	15,912
<b>流动负债</b>	<b>22,566</b>	<b>25,109</b>	<b>27,876</b>	<b>31,109</b>	<b>37,298</b>
长期借款	6,015	8,192	10,058	10,073	10,091
其他	2,450	2,691	5,167	5,880	12,614
<b>非流动负债</b>	<b>8,465</b>	<b>10,884</b>	<b>15,225</b>	<b>15,953</b>	<b>22,705</b>
归属于母公司所有者权益	22,604	25,212	28,684	31,368	34,747
少数股东权益	4,503	5,252	5,256	5,419	5,632
<b>股东权益</b>	<b>27,107</b>	<b>30,464</b>	<b>33,941</b>	<b>36,787</b>	<b>40,380</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>58,139</b>	<b>66,457</b>	<b>77,042</b>	<b>83,848</b>	<b>100,383</b>

来源: 公司、农银国际证券预测



## 合并现金流量表

财年截至12月31日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,625	3,853	6,461	5,499	7,130
折旧及摊销	1,704	1,838	2,535	2,977	3,467
营运资金变动	1,229	1,637	1,623	150	3,073
其他	(52)	(965)	(3,858)	(1,222)	(2,261)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>5,505</b>	<b>6,363</b>	<b>6,761</b>	<b>7,404</b>	<b>11,409</b>
资本支出	(66,501)	(6,460)	(6,246)	(8,261)	(10,071)
其他	55,051	2,229	(9,050)	1,391	(2,328)
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>(11,450)</b>	<b>(4,232)</b>	<b>(15,296)</b>	<b>(6,871)</b>	<b>(12,399)</b>
借款变动	4,479	(300)	1,907	2,085	2,655
分配股利支付资金	(399)	(526)	(818)	(1,405)	(1,347)
其他	1,668	(74)	5,368	78	1,500
<b>融资活动所用现金净额</b>	<b>5,748</b>	<b>(900)</b>	<b>6,458</b>	<b>758</b>	<b>2,808</b>
现金及现金等价物变动	(196)	1,231	(2,077)	1,291	1,818
汇率变动影响	(31)	10	(57)	(45)	(53)
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>3,129</b>	<b>4,370</b>	<b>2,236</b>	<b>3,483</b>	<b>5,247</b>

来源: 公司、农银国际证券预测

## 主要财务运营数据

财年截至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>增长 (同比 %)</b>					
收入	11.86	14.66	11.05	13.79	14.20
- 液态乳	10.21	12.02	11.68	11.71	12.80
- 冰淇淋	15.28	8.37	(2.74)	4.35	4.32
- 奶粉	28.28	48.87	6.98	34.57	30.11
- 其他收入	69.40	45.30	40.21	37.65	10.00
毛利	20.11	21.72	12.46	17.31	15.79
运营利润	N/A	29.02	70.24	(14.30)	27.76
净利润 (归属母公司股东)	N/A	48.60	64.15	(18.80)	30.74
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	35.21	37.38	37.85	39.03	39.57
运营利率	4.94	5.56	8.52	6.42	7.18
息税折旧摊销前利润率	6.89	8.23	11.83	9.84	10.66
净利率 (归属母公司股东)	3.40	4.41	6.52	4.65	5.33
<b>回报率 (%)</b>					
平均资产回报率	3.82	4.88	6.96	5.04	5.76
平均股本回报率	9.43	12.73	18.54	13.51	16.04
<b>流动性比率 (x)</b>					
流动比率	1.15	1.18	1.28	1.23	1.33
速动比率	1.00	1.01	1.08	1.03	1.13
现金比率	0.28	0.32	0.23	0.24	0.25
<b>运营资金周转天数</b>					
应收账款周转天数	15.1	14.7	17.3	17.3	17.4
存货周转天数	32.0	32.9	38.5	41.2	41.4
应付账款周转天数	54.7	55.5	54.4	55.2	55.7
现金周转天数	(7.7)	(7.9)	1.5	3.3	3.2
<b>杠杆比率 (%)</b>					
总负债/股东权益	51.46	48.30	49.38	51.29	53.36
总负债/总资产	23.99	22.14	21.58	22.31	21.28
净负债/股东权益	27.76	22.30	30.38	30.63	29.61
净负债/总资产	12.94	10.22	13.39	13.44	11.91

注: 公司在16财年录得运营亏损及净亏损

来源: 公司、农银国际证券预测



## 安踏 (2020 HK) 财务报表

### 合并利润表

财年截至12月31日 (人民币百万元, 每股数据除外)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>收入</b>	<b>16,692</b>	<b>24,100</b>	<b>34,020</b>	<b>48,473</b>	<b>69,730</b>
- 鞋类	7,049	8,631	10,690	13,508	17,304
- 服装	9,116	14,709	22,274	33,614	50,671
- 配饰	528	759	1,055	1,351	1,755
销售成本	(8,451)	(11,413)	(15,911)	(22,372)	(31,920)
<b>毛利</b>	<b>8,241</b>	<b>12,687</b>	<b>18,109</b>	<b>26,101</b>	<b>37,810</b>
- 鞋类	3,291	4,226	5,304	6,739	8,643
- 服装	4,743	8,131	12,337	18,775	28,411
- 配饰	208	330	468	586	756
其他净收入/(成本)	458	760	1,003	1,479	2,092
销售成本	(3,809)	(6,525)	(9,564)	(14,082)	(20,515)
管理成本	(901)	(1,223)	(1,695)	(2,494)	(3,519)
<b>运营利润</b>	<b>3,989</b>	<b>5,700</b>	<b>7,853</b>	<b>11,004</b>	<b>15,868</b>
净财务收入/(成本)	322	68	460	768	863
<b>税前利润</b>	<b>4,311</b>	<b>5,767</b>	<b>7,712</b>	<b>11,910</b>	<b>18,388</b>
所得税费用	(1,152)	(1,533)	(2,043)	(3,168)	(4,883)
<b>净利润</b>	<b>3,159</b>	<b>4,234</b>	<b>5,669</b>	<b>8,742</b>	<b>13,505</b>
- 归属母公司股东净利润	3,090	4,103	5,539	8,545	13,197
- 少数股东损益	69	131	130	198	308
派息	2,178	1,842	2,398	3,616	5,742
<b>每股盈利 (人民币分)</b>					
- 基本	117	153	206	318	492
- 摊薄	117	153	206	318	491
<b>每股派息 (港仙)</b>	<b>98</b>	<b>78</b>	<b>101</b>	<b>152</b>	<b>242</b>

来源: 公司、农银国际证券预测

### 合并资产负债表

财年截至12月31日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	6,968	9,284	14,910	20,178	23,268
其他短期存款	2,586	2,470	5,486	6,797	7,575
应收账款及其他应收款	3,733	4,638	7,245	7,406	12,033
存货	2,155	2,892	3,285	5,432	7,527
其他	0	0	0	0	0
<b>流动资产</b>	<b>15,442</b>	<b>19,284</b>	<b>30,926</b>	<b>39,813</b>	<b>50,404</b>
固定资产	1,203	1,787	1,985	2,318	2,938
在建工程	706	749	585	831	1,218
无形资产	705	685	677	658	641
其他	1,018	1,868	2,180	3,230	4,443
<b>非流动资产</b>	<b>3,632</b>	<b>5,090</b>	<b>5,427</b>	<b>7,038</b>	<b>9,240</b>
<b>总资产</b>	<b>19,074</b>	<b>24,374</b>	<b>36,354</b>	<b>46,850</b>	<b>59,644</b>
应付账款及其他应付款	3,978	5,633	7,514	9,559	12,656
短期借款	148	1,244	8,233	11,174	12,440
其他	373	671	626	965	1,522
<b>流动负债</b>	<b>4,498</b>	<b>7,548</b>	<b>16,373</b>	<b>21,698</b>	<b>26,618</b>
长期借款	0	70	70	70	70
递延所得税负债	215	236	121	165	276
<b>非流动负债</b>	<b>215</b>	<b>306</b>	<b>191</b>	<b>235</b>	<b>346</b>
归属于母公司所有者权益	13,706	15,777	18,917	23,846	31,301
少数股东权益	654	743	873	1,070	1,379
<b>股东权益</b>	<b>14,361</b>	<b>16,520</b>	<b>19,790</b>	<b>24,917</b>	<b>32,680</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>19,074</b>	<b>24,374</b>	<b>36,354</b>	<b>46,850</b>	<b>59,644</b>

来源: 公司、农银国际证券预测



## 合并现金流量表

财年截至12月31日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	4,311	5,767	7,712	11,910	18,388
折旧及摊销	250	342	435	486	596
营运资金变动	(381)	(444)	(1,118)	(261)	(3,625)
其他	(999)	(1,226)	(1,917)	(2,912)	(4,401)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>3,181</b>	<b>4,440</b>	<b>5,111</b>	<b>9,223</b>	<b>10,958</b>
资本支出	(585)	(678)	(704)	(928)	(1,383)
其他	(994)	(523)	(3,317)	(1,655)	(5,473)
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>(1,579)</b>	<b>(1,201)</b>	<b>(4,020)</b>	<b>(2,584)</b>	<b>(6,857)</b>
银行贷款变动	(827)	1,008	6,990	6,771	4,942
分配股利支付资金	(1,976)	(2,468)	(2,219)	(3,260)	(5,279)
其他	2,801	324	356	392	431
<b>融资活动所用现金净额</b>	<b>(2)</b>	<b>(1,136)</b>	<b>5,127</b>	<b>3,902</b>	<b>94</b>
<b>现金及现金等价物变动</b>	<b>1,601</b>	<b>2,102</b>	<b>6,218</b>	<b>10,541</b>	<b>4,195</b>
汇率变动影响	(463)	214	(591)	(827)	(275)
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>6,968</b>	<b>9,284</b>	<b>14,910</b>	<b>20,178</b>	<b>23,268</b>

来源: 公司、农银国际证券预测

## 主要财务运营数据

财年截至12月31日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>增长 (同比 %)</b>					
收入	25.08	44.38	41.16	42.49	43.85
- 鞋类	17.47	22.45	23.85	26.36	28.10
- 服装	32.39	61.35	51.43	50.91	50.74
- 配饰	14.86	43.95	38.96	28.06	29.89
毛利	27.59	53.95	42.73	44.13	44.86
- 鞋类	20.84	28.43	25.51	27.06	28.24
- 服装	35.18	71.45	51.73	52.19	51.32
- 配饰	24.07	58.63	41.69	25.37	28.95
运营利润	24.52	42.90	37.78	40.12	44.20
净利润 (归属母公司股东)	29.52	32.79	34.99	54.28	54.44
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	49.37	52.64	53.23	53.85	54.22
- 鞋类	46.70	49.00	49.62	49.89	49.95
- 服装	52.00	55.30	55.39	55.86	56.07
- 配饰	39.40	43.50	44.32	43.39	43.08
运营利率	23.90	23.65	23.08	22.70	22.76
税前利润率	25.82	23.93	22.67	24.57	26.37
净利率 (归属母公司股东)	18.51	17.02	16.28	17.63	18.93
<b>收入构成 (%)</b>					
- 鞋类	42.23	35.81	31.42	27.87	24.82
- 服装	54.61	61.03	65.47	69.34	72.67
- 配饰	3.16	3.15	3.10	2.79	2.52
<b>回报率 (%)</b>					
平均资产回报率	18.97	19.49	18.67	21.01	25.36
平均股本回报率	26.57	27.83	31.93	39.96	47.86
<b>流动性比率 (x)</b>					
流动比率	3.43	2.55	1.89	1.83	1.89
速动比率	2.95	2.17	1.69	1.58	1.61
现金比率	2.12	1.56	1.25	1.24	1.16
<b>运营资金周转天数</b>					
应收账款周转天数	41.0	34.8	39.5	40.0	37.6
存货周转天数	74.5	80.7	70.9	71.1	74.1
应付账款周转天数	46.2	48.7	47.3	46.0	47.0
现金周转天数	69.4	66.9	63.1	65.1	64.6
<b>杠杆比率 (%)</b>					
总负债/股东权益	0.77	7.95	41.60	44.85	38.07
总负债/总资产	0.58	5.39	22.84	32.17	33.56
净负债/股东权益	65.76	60.36	58.50	45.49	31.22
净负债/总资产	49.51	40.91	31.84	24.19	17.11

来源: 公司、农银国际证券预测



## 飞鹤 (6186 HK) 财务报表

### 合并利润表

财年截至12月31日 (人民币百万元, 每股数据除外)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>收入</b>	<b>3,724</b>	<b>5,887</b>	<b>10,392</b>	<b>13,404</b>	<b>17,340</b>	<b>21,117</b>
牛奶婴幼儿配方奶粉	3,181	5,417	9,199	12,089	15,816	18,055
- 高端婴幼儿配方奶粉	1,586	3,795	6,658	8,647	11,079	12,263
- 超高端星飞帆	711	2,454	5,108	6,621	8,524	9,423
- 超高端臻稚有机	0	50	357	609	948	1,127
- 高端产品	875	1,292	1,192	1,417	1,607	1,713
- 普通婴幼儿配方奶粉	1,595	1,621	2,542	3,443	4,737	5,792
羊奶婴幼儿配方奶粉	0	0	0	0	0	1,315
其他乳制品	543	471	550	650	760	853
其他产品	0	0	642	665	764	894
销售成本	(1,690)	(2,097)	(3,373)	(4,216)	(5,084)	(6,125)
<b>毛利</b>	<b>2,034</b>	<b>3,790</b>	<b>7,019</b>	<b>9,188</b>	<b>12,256</b>	<b>14,992</b>
牛奶婴幼儿配方奶粉	1,966	3,761	6,684	8,820	11,817	13,614
羊奶婴幼儿配方奶粉	0	0	0	0	0	853
其他乳制品	68	29	104	122	145	178
其他产品	0	0	231	246	294	347
管理成本	(231)	(361)	(580)	(875)	(878)	(1,097)
销售成本	(1,370)	(2,139)	(3,661)	(3,679)	(4,864)	(5,748)
净财务成本	(27)	(21)	(59)	(65)	(58)	(51)
其他收入 / (成本)	0	0	0	1	1	1
<b>税前利润</b>	<b>595</b>	<b>1,651</b>	<b>3,189</b>	<b>5,292</b>	<b>7,275</b>	<b>9,243</b>
所得税费用	(189)	(491)	(946)	(1,540)	(2,096)	(2,650)
<b>净利润</b>	<b>406</b>	<b>1,160</b>	<b>2,242</b>	<b>3,751</b>	<b>5,180</b>	<b>6,594</b>
- 归属母公司股东净利润	417	1,160	2,242	3,751	5,180	6,594
- 少数股东损益	(11)	0	0	0	0	0
<b>派息</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,554</b>	<b>1,978</b>
<b>每股盈利 (人民币元)</b>						
- 基本	0.05	0.14	0.28	0.42	0.58	0.74
- 摊薄	0.05	0.14	0.28	0.41	0.57	0.72
<b>每股派息 (港元)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.19</b>	<b>0.25</b>

注: 其他产品包括营养补充品和婴幼儿辅食产品

来源: 公司、农银国际证券预测

### 合并资产负债表

财年截至12月31日 (人民币百万元)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
现金及现金等价物	1,139	2,771	3,641	9,541	12,304	16,481
应收账款及应收票据	93	175	513	422	791	695
存货	294	395	660	684	1,002	1,015
其他	1,489	1,082	2,481	4,424	5,868	8,141
<b>流动资产</b>	<b>3,014</b>	<b>4,423</b>	<b>7,295</b>	<b>15,071</b>	<b>19,966</b>	<b>26,333</b>
固定资产	1,086	1,431	2,555	4,795	5,604	6,349
使用权资产	73	119	306	228	165	119
于联营公司投资	143	143	143	143	143	143
其他	379	899	1,559	1,797	1,876	2,015
<b>非流动资产</b>	<b>1,681</b>	<b>2,591</b>	<b>4,563</b>	<b>6,963</b>	<b>7,788</b>	<b>8,625</b>
<b>总资产</b>	<b>4,695</b>	<b>7,014</b>	<b>11,857</b>	<b>22,034</b>	<b>27,754</b>	<b>34,958</b>
应付账款及应付票据	360	514	833	909	1,300	1,400
短期借款	534	903	1,083	966	801	758
其他	1,145	1,672	2,944	3,006	3,127	3,399
<b>流动负债</b>	<b>2,039</b>	<b>3,089</b>	<b>4,860</b>	<b>4,881</b>	<b>5,228</b>	<b>5,556</b>
长期借款	0	64	657	586	486	460
其他	279	275	552	562	856	1,164
<b>非流动负债</b>	<b>279</b>	<b>339</b>	<b>1,210</b>	<b>1,148</b>	<b>1,342</b>	<b>1,624</b>
归属于母公司所有者权益	2,377	3,585	5,787	16,004	21,184	27,777
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>2,377</b>	<b>3,585</b>	<b>5,787</b>	<b>16,004</b>	<b>21,184</b>	<b>27,777</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>4,695</b>	<b>7,014</b>	<b>11,857</b>	<b>22,034</b>	<b>27,754</b>	<b>34,958</b>

来源: 公司、农银国际证券预测



## 合并现金流量表

财年截至12月31日 (人民币百万元)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前利润	595	1,651	3,189	5,292	7,275	9,243
折旧及摊销	99	98	162	180	164	145
营运资金变动	(428)	1,174	659	(224)	(264)	342
其他	(137)	(699)	(888)	(572)	(2,340)	(2,850)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>129</b>	<b>2,224</b>	<b>3,121</b>	<b>4,676</b>	<b>4,836</b>	<b>6,881</b>
固定资产及使用权资产变动	(56)	(406)	(1,083)	(2,164)	(744)	(697)
结构性存款及定期存款变动	1,187	(1,145)	(1,857)	(2,400)	(897)	(1,679)
其他	(184)	(128)	(332)	(495)	(206)	(321)
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>947</b>	<b>(1,680)</b>	<b>(3,272)</b>	<b>(5,059)</b>	<b>(1,848)</b>	<b>(2,697)</b>
借款变动	(472)	465	752	(188)	(266)	(69)
抵押银行存款变动	77	(243)	(1,200)	(12)	(84)	(88)
其他	0	0	(61)	6,214	(49)	(45)
<b>融资活动所用现金净额</b>	<b>(395)</b>	<b>222</b>	<b>(509)</b>	<b>6,014</b>	<b>(399)</b>	<b>(201)</b>
现金及现金等价物变动	681	766	(660)	5,632	2,589	3,982
期初现金及现金等价物	134	817	1,566	896	6,520	9,098
汇率变动影响	2	1	(9)	(7)	(11)	(33)
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>817</b>	<b>1,584</b>	<b>896</b>	<b>6,520</b>	<b>9,098</b>	<b>13,047</b>

来源: 公司、农银国际证券预测

## 主要财务运营数据

财年截至12月31日	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>增长 (同比%)</b>						
收入	N/A	58.1	76.5	29.0	29.4	21.8
牛奶婴幼儿配方奶粉	N/A	70.3	69.8	31.4	30.8	14.2
其他乳制品	N/A	(13.4)	16.9	18.2	16.8	12.2
其他产品	N/A	N/A	N/A	3.5	15.0	17.0
毛利	N/A	86.4	85.2	30.9	33.4	22.3
税前利润	N/A	177.5	93.1	66.0	37.5	27.0
净利润 (归属母公司股东)	N/A	178.2	93.3	67.3	38.1	27.3
<b>利润率 (%)</b>						
毛利率	54.6	64.4	67.5	68.5	70.7	71.0
牛奶婴幼儿配方奶粉	61.8	69.4	72.7	73.0	74.7	75.4
羊奶婴幼儿配方奶粉	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	64.8
其他乳制品	12.5	6.2	18.9	18.8	19.0	20.8
其他产品	N/A	N/A	35.9	37.0	38.5	38.8
税前利润率	16.0	28.0	30.7	39.5	42.0	43.8
净利率 (归属母公司股东)	11.2	19.7	21.6	28.0	29.9	31.2
<b>回报率 (%)</b>						
平均资产回报率	N/A	19.8	23.8	22.1	20.8	21.0
平均股本回报率	N/A	38.9	47.8	34.4	27.9	26.9
<b>流动性比率 (x)</b>						
流动比率	1.5	1.4	1.5	3.1	3.8	4.7
速动比率	1.3	1.3	1.4	2.9	3.6	4.6
现金比率	0.6	0.9	0.9	2.1	2.6	3.3
<b>运营资金周转天数</b>						
应收账款周转天数	6.5	8.3	12.1	12.7	12.8	12.8
存货周转天数	71.9	59.9	57.1	58.2	60.5	60.1
应付账款周转天数	68.6	76.1	72.9	75.4	79.3	80.4
现金周转天数	9.8	(7.9)	(3.8)	(4.5)	(6.0)	(7.5)
<b>杠杆比率 (%)</b>						
总负债/股东权益	22.5	27.0	30.1	9.7	6.1	4.4
总负债/总资产	11.4	13.8	14.7	7.0	4.6	3.5
净负债/股东权益	(35.2)	(68.1)	(65.4)	(68.4)	(70.9)	(77.8)
净负债/总资产	(17.8)	(34.8)	(31.9)	(49.6)	(54.1)	(61.9)

注: 其他产品包括营养补充品和婴幼儿辅食产品

来源: 公司、农银国际证券预测



## 伊利 (600887 CH) 财务报表

### 合并利润表

财年截至12月31日 (人民币百万元, 每股数据除外)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>收入</b>	<b>68,058</b>	<b>79,553</b>	<b>89,721</b>	<b>102,481</b>	<b>117,308</b>
- 主营业务收入	66,801	78,721	88,779	100,663	115,433
- 液体乳	55,766	65,679	74,108	83,157	94,869
- 冷饮产品	4,606	4,997	5,603	6,240	7,135
- 奶粉	6,428	8,045	9,069	11,266	13,429
- 非主营业务收入	747	256	429	1,080	1,279
- 利息收入	511	577	512	738	595
销售成本	(42,363)	(49,106)	(54,886)	(63,809)	(71,296)
<b>毛利</b>	<b>25,696</b>	<b>30,447</b>	<b>34,834</b>	<b>38,672</b>	<b>46,011</b>
- 主营业务毛利	25,063	29,785	34,251	37,755	45,204
- 液体乳	19,611	23,126	27,033	28,829	34,573
- 冷饮产品	1,984	2,252	2,735	3,028	3,607
- 奶粉	3,468	4,406	4,484	5,898	7,023
- 非主营业务毛利	122	86	71	180	212
- 利息收入毛利	511	577	512	738	595
税金及附加	(512)	(531)	(620)	0	0
销售成本	(15,522)	(19,773)	(22,366)	(25,955)	(30,377)
管理成本	(3,108)	(2,980)	(3,330)	(4,360)	(4,920)
研发成本	(209)	(427)	(506)	(501)	(585)
<b>运营利润</b>	<b>6,345</b>	<b>6,737</b>	<b>8,012</b>	<b>7,856</b>	<b>10,129</b>
财务成本	(113)	60	12	21	11
其他收入/(成本)	842	780	806	821	952
<b>税前利润</b>	<b>7,074</b>	<b>7,578</b>	<b>8,830</b>	<b>8,698</b>	<b>11,092</b>
所得税费用	(1,071)	(1,126)	(1,354)	(1,310)	(1,656)
<b>净利润</b>	<b>6,003</b>	<b>6,452</b>	<b>7,476</b>	<b>7,387</b>	<b>9,435</b>
- 归属母公司股东净利润	6,001	6,440	7,467	7,378	9,423
- 少数股东损益	2	12	10	9	12
现金派息	3,792	4,110	4,763	4,896	6,301
<b>每股盈利 (人民币元)</b>					
- 基本	0.99	1.06	1.22	1.21	1.55
- 摊薄	0.99	1.06	1.22	1.21	1.55
<b>现金每股派息 (人民币元)</b>	<b>0.62</b>	<b>0.68</b>	<b>0.78</b>	<b>0.80</b>	<b>1.03</b>

来源: 公司、农银国际证券预测



合并资产负债表

财年截至12月31日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	21,823	11,051	18,223	21,652	8,883
应收账款及应收票据	950	1,282	1,351	1,689	1,998
存货	4,640	5,507	7,349	7,259	8,740
其他	2,433	6,615	2,519	2,662	3,312
<b>流动资产</b>	<b>29,846</b>	<b>24,455</b>	<b>29,442</b>	<b>33,262</b>	<b>22,933</b>
固定资产	13,256	14,688	17,218	18,874	20,069
商誉	11	11	11	11	11
可供出售金融资产	652	831	914	1,006	1,106
长期股权投资	1,765	1,909	2,218	2,586	2,922
其他	3,771	5,712	6,332	8,138	11,095
<b>非流动资产</b>	<b>19,455</b>	<b>23,151</b>	<b>26,693</b>	<b>30,614</b>	<b>35,203</b>
<b>总资产</b>	<b>49,300</b>	<b>47,606</b>	<b>56,135</b>	<b>63,876</b>	<b>58,136</b>
应付账款及应付票据	7,469	9,116	10,965	566	829
短期借款	7,860	1,523	1,941	2,045	1,954
其他	8,521	8,532	12,794	25,324	14,437
<b>流动负债</b>	<b>23,850</b>	<b>19,171</b>	<b>25,700</b>	<b>27,934</b>	<b>17,220</b>
长期借款	0	0	8	8	8
其他	210	398	1,242	1,671	1,694
<b>非流动负债</b>	<b>211</b>	<b>398</b>	<b>1,250</b>	<b>1,678</b>	<b>1,702</b>
归属于母公司所有者权益	25,103	27,916	28,951	33,989	38,900
少数股东权益	136	122	234	275	314
<b>股东权益</b>	<b>25,240</b>	<b>28,037</b>	<b>29,185</b>	<b>34,263</b>	<b>39,214</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>49,300</b>	<b>47,606</b>	<b>56,135</b>	<b>63,876</b>	<b>58,136</b>

来源：公司、农银国际证券预测

合并现金流量表

财年截至12月31日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	6,003	6,452	7,476	7,387	9,435
折旧及摊销	1,495	1,684	1,926	2,176	2,432
营运资金变动	(613)	530	1,159	2,479	(688)
其他	121	(42)	134	221	79
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>7,006</b>	<b>8,625</b>	<b>10,696</b>	<b>12,263</b>	<b>11,258</b>
固定资产、无形资产及其他非流动资产变动	(3,279)	(5,043)	(7,292)	(9,523)	(13,647)
其他	162	(331)	(90)	(187)	(127)
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>(3,117)</b>	<b>(5,374)</b>	<b>(7,382)</b>	<b>(9,709)</b>	<b>(13,775)</b>
借款变动	7,710	(6,337)	425	104	(90)
分红、利息支付等支出	(3,845)	(4,393)	(4,431)	(4,499)	(5,412)
其他	188	(19)	0	(0)	0
<b>融资活动所用现金净额</b>	<b>4,053</b>	<b>(10,749)</b>	<b>(4,006)</b>	<b>(4,395)</b>	<b>(5,503)</b>
<b>现金及现金等价物变动</b>	<b>7,942</b>	<b>(7,498)</b>	<b>(692)</b>	<b>(1,841)</b>	<b>(8,019)</b>
汇率变动影响	(398)	307	33	44	(3)
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>20,756</b>	<b>13,565</b>	<b>12,905</b>	<b>11,109</b>	<b>3,086</b>

来源：公司、农银国际证券预测



主要财务运营数据

财年截至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>增长 (同比%)</b>					
收入	12.29	16.89	12.78	14.22	14.47
- 主营业务收入	12.06	17.84	12.78	13.39	14.67
- 液体乳	12.61	17.78	12.83	12.21	14.08
- 冷饮产品	9.82	8.49	12.12	11.37	14.35
- 奶粉	17.83	25.14	12.74	24.22	19.20
- 非主营业务收入	6.92	(65.74)	67.65	151.83	18.39
毛利	10.84	18.49	14.41	11.02	18.98
- 主营业务毛利	9.87	18.84	15.00	10.23	19.73
- 液体乳	10.12	17.93	16.89	6.64	19.93
- 冷饮产品	9.89	13.48	21.44	10.72	19.14
- 奶粉	13.17	27.05	1.75	31.55	19.07
- 非主营业务毛利	69.56	(29.64)	(17.23)	153.57	17.99
运营利润	22.24	6.18	18.92	(1.94)	28.93
息税折旧摊销前利润	14.50	7.15	18.01	0.83	25.56
税前利润	6.66	7.12	16.53	(1.50)	27.53
净利润 (归属母公司股东)	5.99	7.31	15.95	(1.19)	27.73
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	37.76	38.27	38.83	37.74	39.22
主营业务毛利率	37.52	37.84	38.58	37.51	39.16
- 液体乳	35.17	35.21	36.48	34.67	36.44
- 冷饮产品	43.08	45.06	48.81	48.52	50.56
- 奶粉	53.95	54.78	49.44	52.35	52.30
非主营业务毛利率	16.30	33.49	16.53	16.65	16.59
运营利润率	9.32	8.47	8.93	7.67	8.63
息税折旧摊销前利润率	11.44	10.49	10.98	9.69	10.63
税前利润率	10.39	9.53	9.84	8.49	9.46
净利率 (归属母公司股东)	8.82	8.09	8.32	7.20	8.03
<b>收入构成 (%)</b>					
主营业务收入/收入	98.15	98.95	98.95	98.23	98.40
非主营业务收入/收入	1.10	0.32	0.48	1.05	1.09
利息收入/收入	0.75	0.73	0.57	0.72	0.51
主营业务收入构成					
- 液体乳	83.48	83.43	83.47	82.61	82.19
- 冷饮产品	6.90	6.35	6.31	6.20	6.18
- 奶粉	9.62	10.22	10.22	11.19	11.63
<b>回报率 (%)</b>					
平均资产回报率	13.56	13.29	14.39	12.30	15.45
平均股本回报率	24.91	24.29	26.26	23.44	25.86
<b>流动性比率 (x)</b>					
流动比率	1.25	1.28	1.15	1.19	1.33
速动比率	1.06	0.99	0.86	0.93	0.82
现金比率	0.92	0.58	0.71	0.78	0.52
<b>运营资金周转天数</b>					
应收账款周转天数	3.6	4.3	4.6	4.6	4.9
存货周转天数	39.2	37.8	43.0	42.4	41.6
应付账款周转天数	60.8	59.0	61.6	63.3	62.3
现金周转天数	(17.9)	(16.8)	(14.0)	(16.3)	(15.8)
<b>杠杆比率 (%)</b>					
总负债/股东权益	31.14	5.43	6.68	5.99	5.00
总负债/总资产	15.94	3.20	3.47	3.21	3.37

来源: 公司、农银国际证券预测



## 双汇 (000895 CH) 财务报表

### 合并利润表

财年截至12月31日 (人民币百万元, 每股数据除外)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>收入</b>	<b>50,578</b>	<b>48,932</b>	<b>57,724</b>	<b>69,261</b>	<b>82,361</b>
<b>主营业务收入</b>	<b>50,447</b>	<b>48,767</b>	<b>57,666</b>	<b>69,192</b>	<b>82,279</b>
- 肉制品	22,659	23,211	25,230	27,379	29,761
- 屠宰	30,407	28,917	35,833	45,302	56,778
- 其他	2,316	2,576	2,922	3,334	3,854
- 分部间抵销	(4,935)	(5,937)	(6,318)	(6,823)	(8,114)
<b>利息收入</b>	<b>131</b>	<b>164</b>	<b>58</b>	<b>69</b>	<b>82</b>
<b>手续费及佣金收入</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
销售成本	(40,907)	(38,324)	(45,018)	(53,450)	(63,009)
<b>毛利</b>	<b>9,658</b>	<b>10,585</b>	<b>12,699</b>	<b>15,803</b>	<b>19,343</b>
<b>主营业务毛利</b>	<b>9,540</b>	<b>10,444</b>	<b>12,648</b>	<b>15,742</b>	<b>19,270</b>
- 肉制品	6,912	7,031	7,617	8,241	8,860
- 屠宰	2,147	2,878	4,437	6,785	9,579
- 其他	476	555	598	723	846
- 分部间抵销	5	(20)	(5)	(7)	(14)
<b>利息收入毛利</b>	<b>119</b>	<b>142</b>	<b>52</b>	<b>62</b>	<b>74</b>
<b>手续费及佣金收入毛利</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>
税金及附加	(346)	(343)	(405)	(486)	(578)
销售成本	(2,402)	(2,632)	(3,068)	(3,735)	(4,486)
管理成本	(1,070)	(1,129)	(1,334)	(1,606)	(1,931)
其他	(254)	(342)	(609)	(652)	(880)
<b>运营利润</b>	<b>5,528</b>	<b>6,065</b>	<b>7,283</b>	<b>9,323</b>	<b>11,467</b>
- 肉制品	4,695	4,747	5,087	5,526	6,001
- 屠宰	617	1,049	2,289	2,911	3,685
- 其他	211	289	263	303	367
净财务收入	(55)	(55)	(58)	(52)	(42)
其他收入/(成本)	(45)	(323)	(85)	(87)	(102)
<b>税前利润</b>	<b>5,759</b>	<b>6,332</b>	<b>7,750</b>	<b>9,836</b>	<b>12,204</b>
所得税费用	(1,249)	(1,255)	(1,498)	(1,863)	(2,240)
<b>净利润</b>	<b>4,511</b>	<b>5,076</b>	<b>6,251</b>	<b>7,974</b>	<b>9,964</b>
- 归属母公司股东净利润	4,319	4,915	6,018	7,683	9,601
- 少数股东损益	191	162	233	291	364
现金派息	3,630	4,784	5,416	6,914	8,641
<b>每股盈利 (人民币元)</b>					
- 基本	1.3091	1.4894	1.8239	2.3284	2.9097
- 摊薄	1.3091	1.4894	1.8239	2.3284	2.9097
<b>现金每股派息 (人民币元)</b>	<b>1.10</b>	<b>1.45</b>	<b>1.64</b>	<b>2.10</b>	<b>2.62</b>

来源: 公司、农银国际证券预测



## 合并资产负债表

财年截至12月31日 (人民币百万元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
现金及现金等价物	6,163	2,618	1,612	4,469	5,347
应收账款及应收票据	161	162	228	233	322
存货	2,928	4,228	9,036	7,796	11,588
其他	764	2,753	1,661	1,593	1,438
<b>流动资产</b>	<b>10,017</b>	<b>9,761</b>	<b>12,536</b>	<b>14,091</b>	<b>18,694</b>
固定资产	11,500	11,098	10,742	10,237	9,725
在建工程	154	112	101	91	83
生产性生物资产	69	66	68	67	66
无形资产	1,005	942	967	995	1,024
其他	345	369	400	445	477
<b>非流动资产</b>	<b>13,073</b>	<b>12,587</b>	<b>12,279</b>	<b>11,835</b>	<b>11,375</b>
<b>总资产</b>	<b>23,089</b>	<b>22,348</b>	<b>24,815</b>	<b>25,926</b>	<b>30,069</b>
应付账款及应付票据	1,848	1,928	3,270	2,099	4,662
短期借款	1,942	2,323	3,368	3,274	3,431
其他	3,616	3,880	3,139	4,445	4,530
<b>流动负债</b>	<b>7,407</b>	<b>8,131</b>	<b>9,777</b>	<b>9,817</b>	<b>12,623</b>
长期借款	5	5	17	13	12
递延所得税负债	67	73	92	107	118
其他	142	139	73	72	72
<b>非流动负债</b>	<b>215</b>	<b>218</b>	<b>182</b>	<b>191</b>	<b>202</b>
归属于母公司所有者权益	14,617	12,974	13,576	14,344	15,304
少数股东权益	850	1,025	1,258	1,549	1,913
<b>股东权益</b>	<b>15,467</b>	<b>13,999</b>	<b>14,834</b>	<b>15,894</b>	<b>17,217</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>23,089</b>	<b>22,348</b>	<b>24,794</b>	<b>25,902</b>	<b>30,043</b>

来源：公司、农银国际证券预测

## 合并现金流量表

财年截至12月31日 (人民币百万元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
净利润	4,511	5,076	6,251	7,974	9,964
折旧及摊销	957	976	1,008	1,035	1,055
营运资金变动	(83)	(1,409)	(3,548)	109	(1,345)
其他	265	552	448	753	717
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>5,650</b>	<b>5,195</b>	<b>4,160</b>	<b>9,870</b>	<b>10,391</b>
固定资产变动	(447)	(449)	(756)	(623)	(638)
投资变动	49	(1,801)	3,013	4,219	3,192
其他	(3)	0	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>(402)</b>	<b>(2,251)</b>	<b>2,257</b>	<b>3,595</b>	<b>2,554</b>
借款变动	1,727	379	1,058	(99)	156
其他	(4,207)	(6,736)	(5,103)	(5,760)	(7,352)
<b>融资活动所用现金净额</b>	<b>(2,481)</b>	<b>(6,357)</b>	<b>(4,046)</b>	<b>(5,859)</b>	<b>(7,195)</b>
<b>现金及现金等价物变动</b>	<b>2,768</b>	<b>(3,413)</b>	<b>(714)</b>	<b>2,883</b>	<b>898</b>
汇率变动影响	(0)	1	4	12	15
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>5,744</b>	<b>2,332</b>	<b>1,622</b>	<b>4,517</b>	<b>5,429</b>

来源：公司、农银国际证券预测



主要财务运营数据

财年截至12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>增长 (同比 %)</b>					
收入	(2.44)	(3.26)	17.97	19.99	18.91
主营业务收入	(2.65)	(3.33)	18.25	19.99	18.91
- 肉制品	0.36	2.44	8.70	8.52	8.70
- 屠宰	(4.11)	(4.90)	23.92	26.43	25.33
- 其他	5.25	11.23	13.40	14.10	15.60
毛利	2.71	9.60	19.96	24.45	22.40
主营业务毛利	1.68	9.47	21.10	24.46	22.41
- 肉制品	(1.92)	1.72	8.35	8.19	7.51
- 屠宰	23.56	34.07	54.18	52.91	41.18
- 其他	(20.58)	16.62	7.75	20.81	16.95
运营利润	3.00	10.82	23.17	26.39	23.78
息税折旧摊销前利润	1.60	8.53	17.71	24.92	20.95
税前利润	(1.75)	9.94	22.40	26.92	24.07
净利润 (归属母公司股东)	(1.95)	13.78	22.45	27.66	24.97
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	19.10	21.63	22.00	22.82	23.49
主营业务毛利率	18.91	21.42	21.93	22.75	23.42
- 肉制品	30.50	30.29	30.19	30.10	29.77
- 屠宰	7.06	9.95	12.38	14.98	16.87
- 其他	20.56	21.56	20.48	21.69	21.94
运营利润率	10.93	12.40	12.62	13.46	13.92
息税折旧摊销前利润率	12.79	14.35	14.32	14.90	15.16
税前利润率	11.39	12.94	13.43	14.20	14.82
净利率 (归属母公司股东)	8.54	10.04	10.43	11.09	11.66
<b>主营业务收入构成 (%)</b>					
- 肉制品	44.92	47.60	43.75	39.57	36.17
- 屠宰	60.27	59.30	62.14	65.47	69.01
- 其他	4.59	5.28	5.07	4.82	4.68
<b>回报率 (%)</b>					
平均资产回报率	19.12	21.63	25.52	30.28	34.29
平均股本回报率	28.29	33.36	41.74	50.00	57.99
<b>流动性比率 (x)</b>					
流动比率	1.35	1.20	1.28	1.44	1.48
速动比率	0.96	0.68	0.36	0.64	0.56
现金比率	0.83	0.32	0.16	0.46	0.42
<b>运营资金周转天数</b>					
应收账款周转天数	1	1	1	1	1
存货周转天数	27	34	54	57	56
应付账款周转天数	19	17	19	19	18
现金周转天数	10	18	36	40	39
<b>杠杆比率 (%)</b>					
总负债/股东权益	12.59	16.63	22.82	20.68	20.00
总负债/总资产	8.44	10.42	13.64	12.68	11.45
净负债/股东权益	27.25	2.07	11.95	7.44	11.06
净负债/总资产	18.26	1.30	7.14	4.56	6.33

来源: 公司、农银国际证券预测



### 权益披露

分析员, 潘泓兴, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

#### 权益披露

农银国际证券有限公司及/或其附属公司, 在过去的 12 个月内, 有一个或多个在报告中提到的公司的投资银行业务关系。

#### 股票评级的定义

评分	定义
买入	股票投资回报 ≥ 市场回报(10%)
持有	市场回报(-10%) ≤ 股票投资回报 < 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 < 市场回报(-10%)

注: 股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12个月

股票评级可能与所述框架有所偏离, 原因包括但不限于: 公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

#### 免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼

电话: (852) 2868 2183