

買入

2021 年 8 月 31 日

半年業績再創行業紀錄，短期干擾不改長期增長趨勢

➤ **半年收入破 500 億，業績表現大超預期：**公司上半年共計實現營業收入、淨利潤分別為 562.9/53.2 億元，同比+18.9%/+42.5%，半年營收規模再創行業紀錄，其中公司 Q2 實現營業收入、淨利潤分別為 290.3/24.9 億元，同比+8.4%/-3.9%。Q2 收入增速放緩及利潤下滑，主因 2020 年受疫情的影響導致一季度產品的新鮮度處理提前以及二季度大規模補庫存行為造成 2020Q2 淡季的基數異常高。為排除疫情的干擾因素，我們同比疫情前 2019Q2 資料，公司期間收入、淨利潤 CAGR 分別為+15.2%/+28.7%，業績表現大超預期。

➤ **多項業務發展實現多點開花，全管道深化夯實長期增長基礎：**分業務看，公司上半年液態乳業務、奶粉及乳製品業務、冷飲產品業務同比增速分別為 19.6%/14.8%/13.8%，期內液態乳、嬰配粉及乳酪的市占率均獲得顯著攀升，多項業務發展實現多點開花。其中，金典、安慕希、暢輕、金領冠、巧樂茲等重點品牌規模同增 20.7%，增長勢頭保持迅猛。行業高增長品類上，公司前瞻性佈局消費新趨勢產品，其中金典及伊利母品牌低溫鮮奶同增超兩倍以上，羊奶粉、有機奶粉實現增長翻倍，乳酪產品市場零售額同增兩倍以上，伊刻活泉礦泉水實現放量突破式增長，目前公司以金典 A2β-酪蛋白有機純牛奶等為代表的新品業務已實現收入占比達到 15.6%，為公司未來業績持續增長形成新動能。下半年 7-8 月份國內局部地區發生水災及疫情反復，對公司全年銷售業務或造成一定挑戰，但長期乳製品消費需求預計將保持旺盛。期內公司對全管道佈局的繼續深化，常溫液態類乳品市場滲透率進一步提升 1.5pct 至 85.7%，電商業務規模同比大幅 21.8%，嬰配粉在母嬰管道零售額同增 35.2%，各管道優勢持續優化，產出效率提升顯著。疫情發展加速乳製品消費飲食習慣的養成，加之國內人均收入不斷提高、城市化發展不斷加速、及公司全管道持續擴展等趨勢齊同並進，公司未來市場滲透率及覆蓋人群有望進一步加大，為未來全品類的持續穩定增長夯實堅固基礎。

➤ **目標價 46.93 元，維持買入評級：**2021 上半年受原料奶價格大幅上漲的影響，公司期內毛利率為 37.4%，同比-0.8pct。下半年預計奶價或將繼續上行，但其可提價空間已然有限，公司未來成本壓力或將趨於緩和，並有望通過產品結構優化及促銷收縮實現對沖。上半年公司銷售、管理及研發合計費用率同比下滑 1.8pct 至 27%，規模效益得以體現。下半年由於冬奧會等贊助活動，或將加大期間費用投放，但隨著公司精準行銷策略實施，未來投放費用相應產出有望進一步加大，全年行銷費用率預計穩中有降，整體利潤率有望與 2020 年保持持平或略有上漲的水準。綜上所述，我們認為短期擾動因素不改行業及公司的長期發展趨勢，預計 2021-2023 年有望實現淨利潤 80.4/95.2/112.7 億元，輕微上調目標價至 46.93 元，相當於 2022 年盈利預測 32 倍 PE，買入評級。

➤ **重要風險：**1) 食品安全；2) 奶價上漲超預期；3) 疫情影響超預期。

黃海慈

tom.huang@firstshanghai.com.hk

852 2532 1539

主要資料

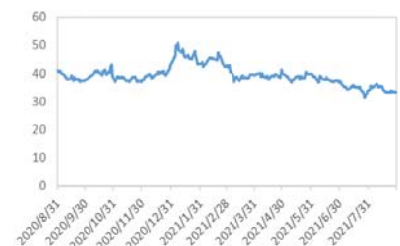
行業	乳製品/食品飲料
股價	33.13 元
目標價	46.93 元 (+41.7%)
股票代碼	600887
總股本	60.82 億股
總市值	2005.03 億元
52 周高/低	51.85 元/30.90 元
每股淨資產	5.2955 元
主要股東	呼和浩特投資有限責任公司 (8.85%)

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2019历史	2020历史	2021预测	2022预测	2023预测
收入 (百萬元)	90,223	96,886	108,828	121,106	133,447
變動 (%)	13.4%	7.4%	12.3%	11.3%	10.2%
淨利潤 (百萬元)	6,934	7,078	8,043	9,523	11,274
變動 (%)	7.7%	2.1%	13.6%	18.4%	18.4%
每股收益 (元)	1.15	1.17	1.24	1.47	1.74
市盈率@33.13元 (倍)	28.8	28.3	26.7	22.6	19.1
每股派息 (元)	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2
息率現價比 (%)	2.44%	2.48%	2.81%	3.33%	3.69%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

圖表 1: 同行估值表

公司名稱（中文）	代 碼	股 價	總 市 值（百 萬）	EPS（報表币种）					PE					CAGR	PEG
				2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E		
A股乳製品															
伊利股份	600887 CH Equity	33.13	201,503	1,150	1,196	1,409	1,648	1,895	28.8	27.7	23.5	20.1	17.5	16.0%	1.3
光明乳業	600597 CH Equity	12.73	15,588	0,410	0,500	0,556	0,634	0,723	31.0	25.5	22.9	20.1	17.6	14.0%	1.4
新乳業	002946 CH Equity	13.94	12,090	0,290	0,320	0,433	0,568	0,733	48.1	43.6	32.2	24.5	19.0	30.1%	0.8
妙可藍多	600882 CH Equity	63.77	32,919	0,047	0,145	0,623	1,205	1,908	1,356.8	439.8	102.4	52.9	33.4	75.0%	0.7
燕塘乳業	002732 CH Equity	28.03	4,411	0,790	0,670				35.5	41.8					
天潤乳業	600419 CH Equity	11.75	3,156	0,590	0,560				19.9	21.0					
三元股份	600429 CH Equity	5.39	8,072	0,090	0,015				59.9	359.3					
簡單平均				0.481	0.487	0.755	1.014	1.315	225.7	137.0	45.2	29.4	21.9	33.8%	1.1
A股其他															
貴州茅台	600519 CH Equity	1,586.00	1,992,330	32,800	37,170	42,411	49,410	57,051	48.4	42.7	37.4	32.1	27.8	16.0%	2.0
五 糧 液	000858 CH Equity	207.00	803,493	4,483	5,141	6,278	7,538	8,902	46.2	40.3	33.0	27.5	23.3	19.1%	1.4
洋河股份	002304 CH Equity	169.40	255,284	4,899	4,984	5,453	6,496	7,626	34.6	34.0	31.1	26.1	22.2	18.3%	1.4
青島啤酒	600600 CH Equity	84.55	115,367	1,371	1,629	2,048	2,428	2,842	61.7	51.9	41.3	34.8	29.8	17.8%	2.0
重慶啤酒	600132 CH Equity	138.76	67,156	2,150	2,230	2,289	2,906	3,471	64.5	62.2	60.6	47.7	40.0	23.1%	2.1
海天味業	603288 CH Equity	105.53	444,553	1,269	1,523	1,778	2,254	2,704	83.1	69.3	59.4	46.8	39.0	23.3%	2.0
中炬高新	600872 CH Equity	31.28	24,919	0,901	1,117	1,232	1,476	1,785	34.7	28.0	25.4	21.2	17.5	20.4%	1.0
金龍魚	300999 CH Equity	68.49	371,325	1,110	1,210	1,327	1,595	1,809	61.7	56.6	51.6	42.9	37.9	16.8%	2.6
洽洽食品	002557 CH Equity	37.81	19,170	1,216	1,597	1,814	2,119	2,463	31.1	23.7	20.8	17.8	15.4	16.5%	1.1
良品鋪子	603719 CH Equity	32.19	12,908	0,950	0,870	1,065	1,300	1,568	33.9	37.0	30.2	24.8	20.5	21.3%	1.2
鹽津鋪子	002847 CH Equity	52.60	6,804	1,030	1,940	2,489	3,487	5,007	51.1	27.1	21.1	15.1	10.5	41.8%	0.4
牧原股份	002714 CH Equity	42.10	221,575	1,185	5,329	5,314	5,096	6,497	35.5	7.9	7.9	8.3	6.5	10.6%	0.8
雙匯發展	000895 CH Equity	23.95	82,979	1,638	1,864	1,714	1,922	2,101	14.6	12.8	14.0	12.5	11.4	10.7%	1.2
涪陵榨菜	002507 CH Equity	26.63	23,638	0,770	0,980	0,896	1,145	1,390	34.6	27.2	29.7	23.3	19.2	24.6%	0.9
簡單平均				3.984	4.827	5.436	6.369	7.515	45.4	37.2	33.1	27.2	22.9	20.0%	1.4
H股乳製品															
蒙牛乳業	2319 HK Equity	46.20	182,417	1,049	0,897	1,327	1,599	1,882	38.8	45.8	28.9	24.0	20.4	19.1%	1.3
中國飛鶴	6186 HK Equity	13.78	122,880	0,480	0,830	0,840	1,027	1,238	25.3	14.8	13.7	11.2	9.3	21.4%	0.5
H&H國際控股	1112 HK Equity	22.15	14,291	1,570	1,770	1,872	2,141	2,493	12.4	11.1	9.8	8.6	7.4	15.4%	0.6
澳 優	1717 HK Equity	7.33	12,597	0,549	0,609	0,718	0,868	1,023	11.8	10.7	8.5	7.0	6.0	19.4%	0.4
雅士利國際	1230 HK Equity	0.54	2,563	0,024	0,021	0,035	0,047	0,053	19.8	22.9	12.9	9.6	8.4	23.1%	0.4
優然牧業	9858 HK Equity	4.49	17,041			0,530	0,765	0,865			7.0	4.9	4.3	27.8%	0.2
現代牧業	1117 HK Equity	1.49	10,592	0,055	0,121	0,133	0,182	0,227	23.7	11.0	9.3	6.8	5.5	30.6%	0.2
原生態牧業	1431 HK Equity	0.36	1,689	0,048	0,123				6.7	2.6					
中國聖牧	1432 HK Equity	0.59	4,945	0,004	0,054				130.0	9.8					
簡單平均				0.472	0.553	0.779	0.947	1.112	33.6	16.1	12.9	10.3	8.7	22.4%	0.5
H股其他															
农夫山泉	9633 HK Equity	39.90	448,734	0,460	0,480	0,580	0,667	0,784	76.5	73.9	57.3	49.8	42.4	16.3%	3.1
VITASOY INT'L	345 HK Equity	20.05	21,453	0,656	0,504	0,646	0,452	0,596	30.6	39.8	31.0	44.4	33.6	-3.9%	-11.2
中國食品	506 HK Equity	2.61	7,301	0,149	0,178	0,196	0,218	0,237	15.4	13.0	11.1	10.0	9.2	10.0%	1.0
康師傅控股	322 HK Equity	13.74	77,323	0,593	0,722	0,673	0,758	0,838	20.4	16.9	17.0	15.0	13.6	11.6%	1.3
統一企業中國	220 HK Equity	7.30	31,531	0,316	0,376	0,346	0,401	0,447	20.3	17.2	17.5	15.1	13.6	13.7%	1.1
日清食品	1475 HK Equity	5.30	5,638	0,234	0,281	0,293	0,329	0,364	22.7	18.9	18.1	16.1	14.6	11.5%	1.4
中國旺旺	151 HK Equity	5.28	63,177	0,279	0,294	0,338	0,351	0,374	16.2	16.0	13.0	12.5	11.8	5.2%	2.4
達利食品	3799 HK Equity	4.29	58,748	0,280	0,280	0,293	0,317	0,342	13.5	13.6	12.2	11.3	10.4	8.0%	1.4
周黑鴨	1458 HK Equity	8.03	19,137	0,180	0,070	0,211	0,312	0,400	39.3	101.9	31.6	21.4	16.7	37.7%	0.6
百威亞太	1876 HK Equity	19.36	256,392	0,075	0,039	0,072	0,087	0,096	32.9	64.2	34.6	28.6	25.8	15.5%	1.9
華潤啤酒	291 HK Equity	62.60	203,085	0,400	0,650	1,289	1,437	1,760	138.0	85.6	40.4	36.3	29.6	16.9%	2.2
青島啤酒	168 HK Equity	63.05	86,030	1,371	1,629	2,059	2,334	2,652	40.5	34.4	25.5	22.5	19.8	13.5%	1.7
順海國際	1579 HK Equity	40.80	42,714	0,741	0,902	0,959	1,181	1,458	48.5	40.2	35.4	28.7	23.2	23.3%	1.2
簡單平均				0.441	0.493	0.612	0.680	0.796	39.6	41.2	26.5	24.0	20.3	13.8%	0.6
海外乳製品															
雀巢	NSRGY US Equity	127.73	359,560			4,440	4,763	5,111			26.3	24.5	22.8	7.3%	3.4
達能股份有限公司	BN FP Equity			2,950	2,990	3,283	3,557	3,782						7.3%	
利潔時	RB/ LN Equity					2,946	3,141	3,367						6.9%	
恒天然集團	FCG NZ Equity														
明治控股株式會社	2269 JT Equity	6,760.00	1,032,140	426,610	464,040	454,626	451,017	462,867	15.8	14.6	14.9	15.0	14.6	0.9%	16.6
簡單平均									15.8	14.6	20.6	19.7	18.7	5.6%	10.0
海外其他															
可口可樂	KO US Equity	56.18	242,508	2,090	1,800	2,252	2,436	2,619	26.9	31.2	24.9	23.1	21.5	7.8%	2.9
怪獸飲料公司	MNST US Equity	97.81	51,730	2,040	2,660	2,646	2,996	3,369	47.9	36.8	37.0	32.6	29.0	12.8%	2.5
通用磨坊	GIS US Equity	57.58	34,909	2,920	3,590	3,729	3,729	3,871	19.7	16.0	15.4	15.4	14.9	1.9%	8.2
好時公司	HSY US Equity	176.53	36,372	5,489	6,134	6,905	7,418	7,877	32.2	28.8	25.6	23.8	22.4	6.8%	3.5
家樂氏	K US Equity	63.16	21,530	2,810	3,650	4,090	4,180	4,334	22.5	17.3	15.4	15.1	14.6	2.9%	5.1
尼格拉品牌股份有限公	CAG US Equity	32.63	15,673	1,530	1,720	2,631	2,492	2,665	21.3	19.0	12.4	13.1	12.2	0.6%	20.3
簡單平均									28.4	24.8	21.8	20.5	19.1	5.5%	7.1

資料來源：Bloomberg 預測、第一上海預測

附錄 1：主要財務報表

損益表						財務分析					
<元> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<元><百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测		2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测
营业总收入	90,223.1	96,885.6	108,828.3	121,105.5	133,446.9	盈利能力					
营业收入	90,009.1	96,524.0	108,556.9	120,803.5	133,114.1	毛利率 (%)	37.3%	36.0%	35.9%	36.3%	36.7%
毛利	33,617.4	34,718.4	38,922.7	43,816.0	48,792.5	营业利润率 (%)					
营业总成本	82,826.5	89,441.1	100,298.4	110,862.6	121,538.1	归母净利润率 (%)	7.7%	7.3%	7.4%	7.9%	8.5%
营业成本	56,391.7	61,805.6	69,634.2	76,987.5	84,321.6	ROA	12.9%	10.8%	11.3%	12.9%	13.8%
销售费用	21,069.7	21,537.6	24,231.9	26,735.2	29,271.5	ROE	25.6%	25.0%	25.4%	27.4%	28.2%
管理费用	4,284.9	4,876.2	5,035.0	5,614.1	6,265.2	营运表现					
财务费用	8.0	188.1	240.2	236.9	250.6	SG&A/收入 (%)	26.5%	25.3%	24.8%	24.5%	24.3%
营业利润	8,280.3	8,558.2	9,719.5	11,476.4	13,506.2	实际税率 (%)	15.2%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
营业外收入	29.8	48.5	54.6	60.7	66.9	股息支付率 (%)	70.9%	70.5%	70.5%	70.5%	70.5%
营业外支出	116.0	456.9	513.9	571.8	630.1	库存周转天数	42.8	45.1	45.1	45.1	45.1
利润总额	8,194.1	8,149.8	9,260.3	10,965.3	12,943.0	应付账款天数	64.5	66.3	66.3	66.3	66.3
所得税	1,243.4	1,050.9	1,194.1	1,414.0	1,669.0	应收账款天数	6.3	6.8	6.8	6.8	6.8
净利润	6,950.7	7,098.9	8,066.2	9,551.3	11,274.0	财务状况					
润	6,933.8	7,078.2	8,042.6	9,523.4	11,274.0	权益负债率	130.1%	133.0%	116.5%	109.1%	99.1%
基本每股收益	1.15	1.17	1.24	1.47	1.74	收入/总资产	83.3%	73.3%	76.3%	81.5%	81.7%
						资产负债率	56.5%	57.1%	53.8%	52.2%	49.8%
增长(%)											
营业收入	14.0%	7.2%	12.5%	11.3%	10.2%						
经营利润	7.7%	3.4%	13.6%	18.1%	17.7%						
归母净利润	7.7%	2.1%	13.6%	18.4%	18.4%						
资产负债表						现金流量表					
<元><百万>, 财务年度截至<12月31日>						<元><百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测		2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测
货币资金	11,325.3	11,695.2	7,685.3	6,581.3	4,969.6	净利润	6,950.7	7,098.9	8,066.2	9,551.3	11,274.0
应收票据及应收账款	1,837.2	1,759.2	2,285.6	2,215.5	2,744.3	固定资产折旧	1,839.4	2,222.6	2,678.8	3,138.7	3,598.6
预付款项	1,157.2	1,289.7	1,453.1	1,606.5	1,759.6	无形资产摊销	44.7	83.5	97.7	108.2	118.6
其他应收款	194.8	115.5	129.9	144.5	159.3	长期待摊费用摊销	73.8	136.3	109.5	88.0	70.9
存货	7,715.0	7,545.0	9,648.0	9,360.6	11,458.8	存货的减少	(1,583.9)	194.6	(2,102.9)	287.4	(2,098.2)
固定资产	18,296.2	23,343.4	27,894.1	31,984.8	35,615.7	经营性应收项目的减少	(2,222.0)	(3,301.6)	(526.4)	70.1	(528.7)
在建工程	6,165.1	5,424.7	6,505.2	7,459.2	8,306.0	经营性应付项目的增加	3,045.1	2,657.0	2,007.6	661.8	2,000.7
无形资产	1,408.7	1,535.8	1,674.4	1,825.4	1,990.1	经营活动产生的现金流量净额	8,455.5	9,851.6	10,330.5	13,905.5	14,435.8
商誉	527.5	361.6	361.6	361.6	361.6	购建及处置固定资产、无形资产和其他长期资产的现金流出	9,208.6	6,500.2	7,076.7	7,076.7	7,076.7
资产合计	60,461.3	71,154.3	71,152.9	77,020.9	85,820.4	净额					
短期借款	4,559.6	6,956.7	6,956.7	6,956.7	6,956.7	其他	790.7	2,542.9	2,542.9	2,542.9	2,542.9
应付账款及应付票据	10,801.2	11,635.6	13,643.2	14,305.0	16,305.7	投资活动产生的现金流量净额	-9,999	-9,043	-9,620	-9,620	-9,620
其他应付款	3,821.7	3,136.8	3,535.5	3,921.6	4,312.3	分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,405.7	5,309.7	4,968.3	5,637.4	6,675.5
长期借款	471.1	1,375.0	1,375.0	1,375.0	1,375.0	筹资活动产生的现金流量净额	(1,016.5)	(46.6)	(4,720.8)	(5,389.9)	(6,427.9)
负债合计	34,187.1	40,621.6	38,288.1	40,189.4	42,710.5						
归属于母公司股东权益	26,131.0	30,383.9	32,730.7	36,711.9	43,004.9	现金及现金等价物净增加额	(2,498.2)	366.9	(4,009.9)	(1,104.0)	(1,611.7)
少数股东权益	143.1	148.7	134.2	119.6	105.0	期初持有现金	13,564.9	11,066.7	11,433.6	7,423.7	6,319.7
所有者权益合计	26,274.1	30,532.6	32,864.8	36,831.5	43,110.0	期末持有现金	11,066.7	11,433.6	7,423.7	6,319.7	4,708.0
负债和股东权益合计	60,461.3	71,154.3	71,152.9	77,020.9	85,820.4						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關聯人士不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關聯人士可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關聯人士可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2021 第一上海證券有限公司版權所有。保留一切權利。