

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 A2 β-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

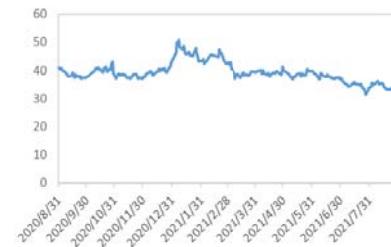
主要資料

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
变动 (%)	13.4%	7.4%	12.3%	11.3%	10.2%
净利润 (百萬元)	6,934	7,078	8,043	9,523	11,274
变动 (%)	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
息率現价比 (%)	2.44%	2.48%	2.81%	3.33%	3.69%

股價表現



來源：公司資料，第一上海預測

來源：彭博

圖表 1：同行估值表

公司名称 (中文)	代码	股价	总市值 (百万)	EPS (报表币种)					PE					CAGR	PEG
				2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(2021-2023)	2021E
A股乳制品															
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
光明乳业	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
新乳业	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
妙可蓝多	600882 CH Equity	63.77	32,919	0.047	0.145	0.623	1.205	1.908	1356.8	439.8	102.4	52.9	33.4	75.0%	0.7
燕塘乳业	002732 CH Equity	28.03	4,411	0.790	0.670				35.5	41.8					
天润乳业	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					
简单平均				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															
贵州茅台	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
五粮液	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
青岛啤酒	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
重庆啤酒	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
海天味业	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
金龙鱼	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
良品铺子	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
盐津铺子	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	8.3	6.5	10.6%	0.8	
双汇发展	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
简单平均				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股乳制品															
蒙牛乳业	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
中国飞鹤	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国际控股	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
澳优	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
雅士利国际	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
优然牧业	9858 HK Equity	4.49	17,041			0.530	0.765	0.865			7.0	4.9	4.3	27.8%	0.2
现代牧业	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
原生态牧业	1431 HK Equity	0.36	1,689	0.048	0.123				6.7	2.6					
中国圣牧	1432 HK Equity	0.59	4,945	0.004	0.054				130.0	9.8					
简单平均				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
中国食品	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
康师傅控股	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
统一企业中国	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
中国旺旺	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
达利食品	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
周黑鸭	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
百威亚太	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
华润啤酒	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
青岛啤酒	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
颐海国际	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
简单平均				0.441	0.493	0.612	0.680	0.796	39.6	41.2	26.5	24.0	20.3	13.8%	0.6
海外乳制品															
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
达能股份有限公司	BN FP Equity			2,950	2,990	3,283	3,557	3,782						7.3%	
利洁时	RB/ LN Equity					2,946	3,141	3,367						6.9%	
恒天然集团	FCG NZ Equity			6,760.00	1,032,140	426,610	464,040	454,626	451,017	462,867	15.8	14.6	20.6	19.7	18.7
明治控股株式会社	2269 JT Equity										15.8	14.6	20.6	19.7	18.7
简单平均											28.4	24.8	21.8	20.5	19.1
海外其他															
可口可乐	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
怪兽饮料公司	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
好时公司	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
家乐氏	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司	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
简单平均											28.4	24.8	21.8	20.5	19.1

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 <元><萬>, 財務年度截至<12月31日>					財務分析 <元><萬>, 財務年度截至<12月31日>						
	2019 實際	2020 實際	2021 預測	2022 預測	2023 預測		2019 實際	2020 實際	2021 預測	2022 預測	2023 預測
營業總收入	90,223.1	96,885.6	108,828.3	121,105.5	133,446.9	盈利能力					
營業收入	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	營業利潤率(%)					
營業總成本	82,826.5	89,441.1	100,298.4	110,862.6	121,538.1	歸母淨利率(%)	7.7%	7.3%	7.4%	7.9%	8.5%
營業成本	56,391.7	61,805.6	69,634.2	76,987.5	84,321.6						
銷售費用	21,069.7	21,537.6	24,231.9	26,735.2	29,271.5	ROA	12.9%	10.8%	11.3%	12.9%	13.8%
管理費用	4,284.9	4,876.2	5,035.0	5,614.1	6,265.2	ROE	25.6%	25.0%	25.4%	27.4%	28.2%
財務費用	8.0	188.1	240.2	236.9	250.6						
營業利潤	8,280.3	8,558.2	9,719.5	11,476.4	13,506.2	营运表現					
營業外收入	29.8	48.5	54.6	60.7	66.9	SG&A/收入(%)	26.5%	25.3%	24.8%	24.5%	24.3%
營業外支出	116.0	456.9	513.9	571.8	630.1	實際稅率(%)	15.2%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
利潤總額	8,194.1	8,149.8	9,260.3	10,965.3	12,943.0	股息支付率(%)	70.9%	70.5%	70.5%	70.5%	70.5%
所得稅	1,243.4	1,050.9	1,194.1	1,414.0	1,669.0						
淨利潤	6,950.7	7,098.9	8,066.2	9,551.3	11,274.0	庫存轉天數	42.8	45.1	45.1	45.1	45.1
潤	6,933.8	7,078.2	8,042.6	9,523.4	11,274.0	應付賬款天數	64.5	66.3	66.3	66.3	66.3
基本每股收益	1.15	1.17	1.24	1.47	1.74	應收賬款天數	6.3	6.8	6.8	6.8	6.8
增長(%)											
營業收入	14.0%	7.2%	12.5%	11.3%	10.2%	財務狀況					
經營利潤	7.7%	3.4%	13.6%	18.1%	17.7%	權益負債率	130.1%	133.0%	116.5%	109.1%	99.1%
歸母淨利潤	7.7%	2.1%	13.6%	18.4%	18.4%	收入/总资产	83.3%	73.3%	76.3%	81.5%	81.7%
						資產負債率	56.5%	57.1%	53.8%	52.2%	49.8%
資產負債表 <元><萬>, 財務年度截至<12月31日>					現金流量表 <元><萬>, 財務年度截至<12月31日>						
	2019 實際	2020 實際	2021 預測	2022 預測	2023 預測		2019 實際	2020 實際	2021 預測	2022 預測	2023 預測
貨幣資金	11,325.3	11,695.2	7,685.3	6,581.3	4,969.6	淨利潤	6,950.7	7,098.9	8,066.2	9,551.3	11,274.0
應收票據及應收帳款	1,837.2	1,759.2	2,285.6	2,215.5	2,744.3	固定資產折舊	1,839.4	2,222.6	2,678.8	3,138.7	3,598.6
預付款項	1,157.2	1,289.7	1,453.1	1,606.5	1,759.6	无形資產摊銷	44.7	83.5	97.7	108.2	118.6
其他應收款	194.8	115.5	129.9	144.5	159.3	長期待費用攤銷	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	存貨的減少	(1,583.9)	194.6	(2,102.9)	287.4	(2,098.2)
固定資產	18,296.2	23,343.4	27,894.1	31,984.8	35,615.7	經營性應收項目的減少	(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	經營性應付項目的增加	3,045.1	2,657.0	2,007.6	661.8	2,000.7
無形資產	1,408.7	1,535.8	1,674.4	1,825.4	1,990.1	經營活動產生的現金流量淨額	8,455.5	9,851.6	10,330.5	13,905.5	14,435.8
商譽	527.5	361.6	361.6	361.6	361.6	購建及處置固定資產、无形資產和其他長期資產的現金流出	9,208.6	6,500.2	7,076.7	7,076.7	7,076.7
資產合計	60,461.3	71,154.3	71,152.9	77,020.9	85,820.4	淨額					
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
應付帳款及应付票據	10,801.2	11,635.6	13,643.2	14,305.0	16,305.7	投資活動產生的現金流量淨額	-9,999	-9,043	-9,620	-9,620	-9,620
其他應付款	3,821.7	3,136.8	3,535.5	3,921.6	4,312.3	分配股利、利潤或償付利息支付的現金	4,405.7	5,309.7	4,968.3	5,637.4	6,675.5
長期借款	471.1	1,375.0	1,375.0	1,375.0	1,375.0	筹资活動產生的現金流量淨額	(1,016.5)	(46.6)	(4,720.8)	(5,389.9)	(6,427.9)
負債合計	34,187.1	40,621.6	38,288.1	40,189.4	42,710.5						
歸屬於母公司所有者權益	26,131.0	30,383.9	32,730.7	36,711.9	43,004.9	現金及現金等價物淨增加額	(2,498.2)	366.9	(4,009.9)	(1,104.0)	(1,611.7)
少數股東權益	143.1	148.7	134.2	119.6	105.0	期初持有現金	13,564.9	11,066.7	11,433.6	7,423.7	6,319.7
所有者權益合計	26,274.1	30,532.6	32,864.8	36,831.5	43,110.0	期末持有現金	11,066.7	11,433.6	7,423.7	6,319.7	4,708.0
負債和股東權益合計	60,461.3	71,154.3	0.0	0.0	0.0						

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的投資者的投資取向、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。