

# 多元业务齐发展，剑指全球乳业第一

华泰研究

2022年7月31日 | 中国内地

调研报告

食品

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

51.00

研究员 龚源月  
SAC No. S0570520100001 gongyuanyue@htsc.com  
SFC No. BQL737 + (86) 21 2897 2228

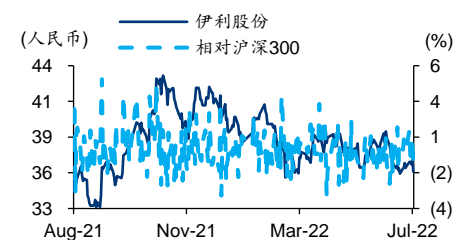
研究员 张墨  
SAC No. S0570521040001 zhangmo@htsc.com  
SFC No. BQM965 + (86) 21 2897 2228

联系人 王可欣  
SAC No. S0570122010019 wangkexin019215@htsc.com  
+ (86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价(人民币)	51.00
收盘价(人民币 截至7月29日)	35.83
市值(人民币百万)	229,289
6个月平均日成交额(人民币百万)	1,694
52周价格范围(人民币)	33.10-43.24
BVPS(人民币)	7.99

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 全球乳业第一战略目标有望提前完成，彰显信心

近期我们参与了公司召开的以“创享价值，聚势致远”为主题的投资者日活动，我们看好公司持续以产品创新、品牌建设及渠道建设为主要增长点，积极把握消费健康化、消费分级化、渠道多元化、国潮意识以及环保趋势崛起，多元业务支撑下，增长势头仍然强劲。公司重视优势聚合（打造产业链共赢生态）、创新聚合（推动产业链创新升级）、势能聚合（促进产业链可持续发展），全球乳业第一的战略目标公司预计有望从2030年提前至25-26年完成。在实现全球乳业第一的目标后，公司将继续向全球食品五强前进，竞争优势有望持续扩大。我们看好公司未来进一步巩固行业龙头地位，预计22-24年EPS 1.70/2.00/2.31元，参考可比22年PE均值30x（Wind一致预期），给予公司22年30x PE，维持目标价51.00元，维持“买入”。

## 液体乳优势稳固，冷饮旺季表现向好，奶粉及奶酪等成长势头强劲

稳固液奶基本盘之下，公司战略加大对新业务的投入，全乳龙头指日可待。液态乳保持优势地位，金典及安慕希份额优势不断巩固，白奶需求依然旺盛，同时公司积极探索全链条协同发展模式，布局上游增强奶源稳定性；冷饮产品旺季表现向好，将持续以消费者为中心，赢取各细分赛道的领先优势；奶粉增长强劲，金领冠表现亮眼，未来国产品牌占比及行业集中度有望进一步加强，公司将专注于产品升级和差异化、加速抢占份额；奶酪以达成行业第一为目标，公司预计22年底，渠道覆盖将突破百万家门店。

## 竞争缓和趋势仍将延续，长期经营趋势向好

短期看，5-6月疫情影响逐渐减弱，预计下半年有望延续恢复态势；成本端，预计原奶价格波动较小，产业链前后端协同效应加强的趋势下，整体成本压力仍然可控；盈利端，公司经营效率有望提升、费用投放更为合理，驱动盈利能力持续改善。企业短期促销增加导致市场对行业竞争加剧有所担忧，我们认为随着国内乳制品行业步入稳定发展期，上游和下游集中度提升、各家乳企差异化扩张之下，费用投放有望趋于理性，行业竞争仍将延续缓和趋势。中长期看，公司的多元化布局有望持续提升其在各业务中的市场份额，全球乳业第一的战略目标公司预计有望从2030年提前至25-26年完成。

## 战略立足长远，经营趋势向好，维持“买入”评级

我们看好公司龙头地位持续强化，全乳品类发力驱动规模增长，维持盈利预测，预计22-24年EPS 1.70/2.00/2.31元，给予22年30x PE，维持目标价51.00元，维持“买入”。

风险提示：食品安全，原奶价格上升风险，竞争加剧，新品拓展不及预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	96,886	110,595	130,764	148,748	165,506
+/-%	7.38	14.15	18.24	13.75	11.27
归属母公司净利润(人民币百万)	7,078	8,705	10,885	12,803	14,781
+/-%	2.08	22.98	25.04	17.63	15.45
EPS(人民币,最新摊薄)	1.11	1.36	1.70	2.00	2.31
ROE(%)	23.25	17.90	20.05	20.69	20.70
PE(倍)	32.39	26.34	21.07	17.91	15.51
PB(倍)	7.55	4.81	4.30	3.76	3.26
EV EBITDA(倍)	21.91	16.26	13.11	10.75	9.21

资料来源:公司公告、华泰研究预测

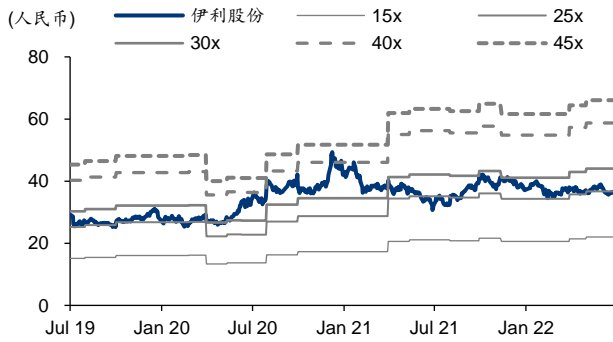
图表1: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)	PE (倍)				EPS (元)				22-24 净利润
		2022/7/29	20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E	CAGR
光明乳业	600597 CH	16,654	24	28	24	21	0.50	0.43	0.50	0.57	4%
新乳业	002946 CH	9,700	35	37	24	18	0.32	0.30	0.48	0.62	25%
海天味业	603288 CH	383,079	42	52	50	44	1.98	1.58	1.66	1.90	-1%
蒙牛乳业	2319 HK	143,951	41	29	24	20	0.90	1.27	1.53	1.79	26%
<b>平均值</b>		<b>140,786</b>	<b>35</b>	<b>37</b>	<b>30</b>	<b>26</b>	<b>0.92</b>	<b>0.90</b>	<b>1.04</b>	<b>1.22</b>	<b>13%</b>
中间值		81,705	38	33	24	21	0.70	0.85	1.01	1.20	15%
<b>伊利股份</b>	<b>600887 CH</b>	<b>229,289</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>21</b>	<b>18</b>	<b>1.11</b>	<b>1.36</b>	<b>1.70</b>	<b>2.00</b>	<b>22%</b>

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

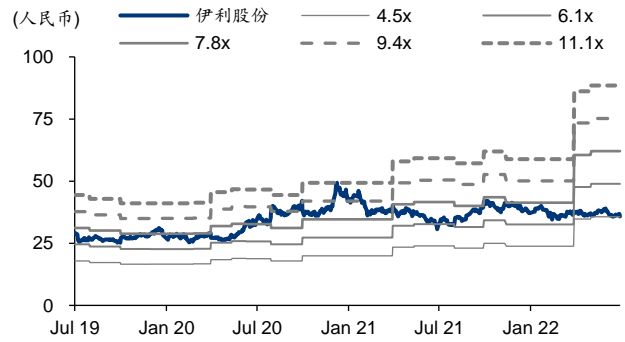
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 伊利股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 伊利股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	28,381	50,155	55,191	64,419	73,696
现金	11,695	31,742	35,006	42,490	50,129
应收账款	1,616	1,959	2,268	2,540	2,810
其他应收账款	115.49	126.03	159.53	165.31	196.13
预付账款	1,290	1,520	1,802	1,977	2,228
存货	7,545	8,917	10,017	11,309	12,351
其他流动资产	6,119	5,891	5,938	5,938	5,982
<b>非流动资产</b>	42,774	51,807	54,845	57,197	59,154
长期投资	2,903	4,210	5,158	6,222	7,456
固定投资	23,343	29,379	32,592	34,495	35,552
无形资产	1,536	1,609	1,663	1,823	1,991
其他非流动资产	14,992	16,610	15,432	14,657	14,155
<b>资产总计</b>	71,154	101,962	110,037	121,616	132,850
<b>流动负债</b>	34,768	43,296	46,713	51,742	54,470
短期借款	6,957	12,596	12,596	12,596	12,596
应付账款	11,376	13,660	15,137	17,297	18,685
其他流动负债	16,435	17,040	18,980	21,848	23,188
<b>非流动负债</b>	5,853	9,875	8,864	7,819	6,747
长期借款	1,375	5,380	4,369	3,324	2,252
其他非流动负债	4,478	4,495	4,495	4,495	4,495
<b>负债合计</b>	40,622	53,171	55,576	59,561	61,217
少数股东权益	148.73	1,083	1,115	1,154	1,198
股本	6,083	6,400	6,399	6,399	6,399
资本公积	1,417	14,269	14,269	14,269	14,269
留存公积	23,541	27,498	31,833	36,933	42,820
归属母公司股东权益	30,384	47,708	53,345	60,901	70,435
<b>负债和股东权益</b>	71,154	101,962	110,037	121,616	132,850

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	9,852	15,528	15,440	20,023	19,803
净利润	7,099	8,732	10,918	12,842	14,826
折旧摊销	2,442	3,421	3,304	3,823	4,285
财务费用	188.09	(29.16)	511.24	595.67	121.20
投资损失	(599.73)	(461.39)	(461.39)	(461.39)	(461.39)
营运资金变动	(450.00)	2,180	1,348	3,419	1,245
其他经营现金	1,172	1,686	(178.29)	(195.94)	(212.38)
<b>投资活动现金</b>	(9,043)	(7,797)	(5,830)	(5,664)	(5,732)
资本支出	(6,522)	(6,683)	(5,264)	(4,953)	(4,818)
长期投资	(3,346)	(845.47)	(947.86)	(1,065)	(1,234)
其他投资现金	825.51	(268.78)	381.78	354.20	320.31
<b>筹资活动现金</b>	(46.56)	11,945	(6,347)	(6,876)	(6,433)
短期借款	2,397	5,640	0.00	0.00	0.00
长期借款	903.91	4,005	(1,011)	(1,044)	(1,072)
普通股增加	(13.75)	317.51	(0.79)	0.00	0.00
资本公积增加	572.97	12,851	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,907)	(10,868)	(5,335)	(5,831)	(5,361)
现金净增加额	366.85	19,647	3,264	7,484	7,639

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	96,886	110,595	130,764	148,748	165,506
营业成本	61,806	76,417	87,893	98,997	109,828
营业税金及附加	546.50	663.58	758.44	862.75	959.95
营业费用	21,538	19,315	23,070	26,196	28,837
管理费用	4,876	4,227	5,173	5,885	6,422
财务费用	188.09	(29.16)	511.24	595.67	121.20
资产减值损失	(339.31)	(427.33)	(439.87)	(500.37)	(556.74)
公允价值变动收益	171.09	120.59	50.00	50.00	50.00
投资净收益	599.73	461.39	461.39	461.39	461.39
<b>营业利润</b>	8,558	10,230	13,490	16,168	19,131
营业外收入	48.52	58.25	20.00	18.50	18.50
营业外支出	456.90	176.21	867.00	1,315	1,980
<b>利润总额</b>	8,150	10,112	12,643	14,872	17,169
所得税	1,051	1,380	1,726	2,030	2,344
<b>净利润</b>	7,099	8,732	10,918	12,842	14,826
少数股东损益	20.76	27.11	32.75	38.53	44.48
归属母公司净利润	7,078	8,705	10,885	12,803	14,781
EBITDA	10,535	13,591	16,561	19,408	21,706
EPS (人民币, 基本)	1.11	1.36	1.70	2.00	2.31

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	7.38	14.15	18.24	13.75	11.27
营业利润	3.36	19.54	31.87	19.85	18.32
归属母公司净利润	2.08	22.98	25.04	17.63	15.45
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	36.21	30.90	32.78	33.45	33.64
净利率	7.33	7.90	8.35	8.63	8.96
ROE	23.25	17.90	20.05	20.69	20.70
ROIC	27.81	31.10	39.37	49.74	56.45
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	57.09	52.15	50.51	48.97	46.08
净负债比率 (%)	4.82	(19.25)	(24.32)	(35.07)	(42.53)
流动比率	0.82	1.16	1.18	1.25	1.35
速动比率	0.40	0.79	0.81	0.88	0.98
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.47	1.28	1.23	1.28	1.30
应收账款周转率	59.96	61.87	61.87	61.87	61.87
应付账款周转率	5.65	6.10	6.10	6.10	6.10
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.11	1.36	1.70	2.00	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	2.43	2.41	3.13	3.09
每股净资产(最新摊薄)	4.75	7.46	8.34	9.52	11.01
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	32.39	26.34	21.07	17.91	15.51
PB (倍)	7.55	4.81	4.30	3.76	3.26
EV EBITDA (倍)	21.91	16.26	13.11	10.75	9.21

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 龚源月、张墨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、张墨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 伊利股份（600887 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 伊利股份（600887 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 伊利股份（600887 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司