

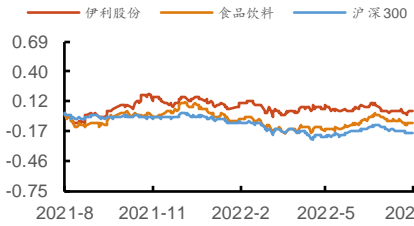
证券研究报告 — 公司点评报告

投资评级：买入(维持)

公司基础数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 6,399.35 |
| 流通股本(百万股) | 6,278.24 |
| 总市值(亿元) | 2,328.08 |
| 流通市值(亿元) | 2,284.02 |
| 资产负债率(%) | 54.73 |
| 每股净资产(元) | 7.99 |
| 52周最高价/最低价(元) | 43.24/33.10 |

相对指数表现



消费组

分析师：黄瑞云(分析师)
联系方式：010-66220148
邮箱地址：huangry@hongtastock.com
资格证书：S1200520120001

相关研究

三季报点评：内生+外延，全面开启后千亿时代

2021.10.29

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

第二增长曲线崛起，构建长期稳健价值
报告摘要

原奶价格持续下行，基本业务稳健增长。原奶价格自节后持续下行，且同比去年降幅不断加大，随着新建牛场陆续投产，原奶供需缺口收窄，预计H2原奶价格呈稳中有降的趋势。Q2公司的液态奶业务（尤其是低温酸奶）动销受疫情影响有所放缓，但促销竞争有所缓解；据渠道反馈，7月份液态奶动销提速，渠道库存处于合理区间。公司培育了安慕希、金典两大超200亿级明星大单品，未来可通过产品升级实现稳健增长，基本盘的领先优势将持续扩大。

奶粉业务快速崛起，打造第二增长曲线。澳优加入后，同伊利的协同效应明显，奶粉业务潜力不断释放。1-5月份伊利婴儿奶粉全渠道增长20%+，其中，儿童奶粉QQ星实现205%的高增长，母婴渠道增长30%、位列行业增速第一，成人奶粉亦是全渠道头部品牌增速第一、继续保持市占率第一。据消息称，公司将收购菲仕兰的婴儿营养品生产基地，届时预计可增加3个段系婴幼儿奶粉配方。奶粉业务已成为公司的第二增长曲线，是公司高速增长、打开乳业“高净利之门”的重要支点，未来目标是做到行业第一。

加大新赛道投入，冲刺全球乳企第一目标。公司的基本盘稳健增长，净利率提升空间较大；奶粉业务增长势头较好，成为第二增长曲线；奶酪业务经过3年多时间快速跃居行业市占率第二，常温奶酪铺货迅速，随着新产能投产，5年内做到行业第一的目标有望完成。公司一方面依靠传统品类的优化升级，一方面加大投入新消费赛道，争取每个细分领域成为领导者，加快多元化发展，有望提前完成“2025全球前三”、“2030全球第一”的中长期目标。

盈利预测与投资建议。公司规模优势、配套优势和先发优势明显，全产业链张力激活，中长期内大概率实现收入稳增长、净利加快改善的目标。我们预计公司22-24年收入增速分别为16.4%、14.7%、12.8%，归母净利润增速分别为25.4%、21.4%、17.1%，EPS分别为1.71、2.07、2.43元，对应PE分别为21、17、15X，估值处于历史低位中枢，净利水平提升的确定性较强，估值有望进一步修复，具备中长期配置价值，维持“买入”评级。

盈利预测简表

| 财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 110595 | 128718 | 147580 | 166420 |
| 增长率(%) | 14.2 | 16.4 | 14.7 | 12.8 |
| 归母净利润(百万元) | 8705 | 10914 | 13252 | 15524 |
| 增长率(%) | 23.0 | 25.4 | 21.4 | 17.1 |
| 销售净利率(%) | 7.9 | 8.5 | 9.0 | 9.4 |
| 净资产收益率(%) | 18.2 | 20.8 | 20.2 | 19.1 |
| 每股收益(EPS) | 1.43 | 1.71 | 2.07 | 2.43 |
| 市盈率(P/E) | 29 | 21 | 17 | 15 |
| 市净率(P/B) | 6 | 4 | 3 | 3 |

资料来源：红塔证券

风险提示

原奶价格上涨，行业竞争加剧，疫情反复影响动销，食品安全问题。

研究团队首席分析师

| | | | | |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 宏观总量组 | 消费组 | 生物医药组 | 智能制造组 | 高新技术组 |
| 李奇霖 021-61634272 | 黄瑞云 010-66220148 | 代新宇 0871-63577083 | 王雪萌 0871-63577003 | 肖立戎 0871-63577083 |
| 新材料新能源 | 汽车 | 质控风控 | 合规 | |
| 唐贵云 0871-63577091 | 宋辛南 0871-63577091 | 李雯婧 0871-63577003 | 周明 0871-63577083 | |

红塔证券投资评级：

以报告日后 6 个月内绝对收益为基准：

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-----------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 绝对收益在 15%以上 |
| | 增持 | 绝对收益在 5%至 15%之间 |
| | 中性 | 绝对收益在-5%-5%之间 |
| | 减持 | 绝对收益在-5%至-15%之间 |
| | 卖出 | 绝对收益在-15%以下 |

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。