

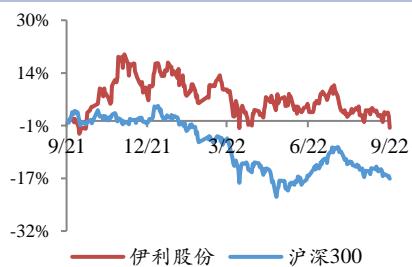
基石业务行稳致远，第二曲线加速成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-09-01

收盘价（元）	34.55
近 12 个月最高/最低（元）	42.15/34.55
总股本（百万股）	6,399
流通股本（百万股）	6,278
流通股比例（%）	98.11
总市值（亿元）	2,211
流通市值（亿元）	2,169

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：陈姝

执业证书号: S0010522080001

邮箱: chenshu@hazq.com

主要观点：

● 事件描述：

8月30日晚，公司发布2022年业绩中报，22H1公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为634.63/61.33/58.88亿元，同比增长分别为12.31%/15.23%/17.51%，22Q2公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为324.16/26.14/25.98亿元，同比增长分别为11.23%/4.91%/9.06%。剔除并表因素，22Q2预计内生收入/利润增速在个位数水平。

● 细分品类强势突破引领增长，加大布局新零售渠道

1) 分产品来看：22H1公司液态奶/奶粉/冷饮/其他业务分别实现营业收入428.92/120.71/72.95/2.07亿元，同比增长为1.1%/58.3%/31.7%/154.9%，其中22Q2公司液态奶/奶粉/冷饮/其他业务实现营业收入205.75/66.76/44.99/1.26亿元，同比变动-4.5%/+83.5%/+29.4%/+114.3%，200亿明星大单品安慕希、金典、伊利持续高位突破，100亿大单品优酸乳增势迅猛，10亿级大单品舒化奶、谷粒多、QQ星等潜力十足，奶酪业务同比增速超过50%，有机乳品、乳基营养品同比增速超过20%，公司新品的营业收入占比12.48%，为未来发展提供持久动能。从市占率角度，婴幼儿配方奶粉市场零售额份额比去年同期提高了3.5PCT、成人奶粉的市场零售额份额比去年同期提高了1.3PCT、奶酪业务的市场零售额份额比去年同期提高近4PCT；2) 分地区来看：22H1公司华北/华南分别实现营业收入172.11/155.32亿元，同比增长6.3%/12.9%；其中22Q2华北/华南分别实现营业收入85.10/81.54亿元，同比增长3.8%/10.3%；3) 渠道经销商体系：22H1公司经销直营分别实现营收606.10/18.55亿元，同比增长12.4%/7.9%，其中22Q2公司经销直营分别实现营收311.21/7.54亿元，同比变动11.1%/7.5%。22H1经销商总数为18878家，较去年同期增加4879家，较年初增加3703家。公司积极践行深度分销，同时努力探索线下与线上渠道的立体化协同运营模式，把握电商平台以及社群团购等特殊渠道发展机遇，其中液态乳品在新零售渠道销售收入同比增长16.8%。

● 毛利率有所提升，细分品类加大营销力度

22H1公司整体毛利率33.7%，同比提升1.67PCT。上半年销售费用率18.3%，同比提升0.92PCT，原因是二季度加大促销费用以及对于一些快速增长的品类，如奶粉、奶酪加大了品牌方面的投入。22H1管理费用率3.9%，同比提升0.32PCT。22H1公司净利率为9.7%，同比提升0.26PCT，22Q2净利率为8.2%，同比下滑0.44PCT。

● 投资建议

疫情扰动下公司二季度表现具备一定的韧性，我们预计下半年随着疫情逐步释放，需求端预期有所改善。公司基石业务稳健发展，产品结构升

相关报告

- 规模领先优势扩大，盈利能力提升具备长逻辑 2022-03-10
- 奶粉及奶制品表现亮眼，盈利水平如期提升 2021-10-29
- 产业周期叠加内生动力，业绩增速向上 2021-09-30

级叠加, 第二曲线业务强劲增长, 我们 2022/2023/2024 年收入分别为 1280.15/1463.99/1662.59 亿元, 同比增长分别为 15.8%/14.4%/13.6%, 归母净利润为 102.87/125.26/148.81 亿元, 同比增长 18.2%/21.8%/18.8%, 对应 EPS 分别为 1.61、1.96、2.33 元/股, 对应 PE 为 22/18/15X, 维持“买入”评级。

● 风险提示

- 1) 成本压力及行业竞争: 原材料价格大幅上涨, 运输费用压力等, 公司新品推展不顺利, 行业竞争加剧;
- 2) 疫情控制及恢复不及预期;
- 3) 食品安全风险: 食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	110595	128015	146399	166259
收入同比 (%)	14.2%	15.8%	14.4%	13.6%
归属母公司净利润	8705	10287	12526	14881
净利润同比 (%)	23.0%	18.2%	21.8%	18.8%
毛利率 (%)	30.9%	33.7%	33.9%	34.3%
ROE (%)	18.2%	17.7%	17.8%	17.4%
每股收益 (元)	1.43	1.61	1.96	2.33
P/E	28.99	22.24	18.26	15.37
P/B	5.56	3.94	3.24	2.68
EV/EBITDA	19.26	13.79	10.74	8.32

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	50155	66338	86884	109916	营业收入	110595	128015	146399	166259
现金	31742	45601	64300	85377	营业成本	76417	84924	96712	109292
应收账款	1959	2476	2848	3280	营业税金及附加	664	832	952	1081
其他应收款	126	175	201	228	销售费用	19315	24323	27669	31423
预付账款	1520	1698	1934	2186	管理费用	4227	5249	5710	6318
存货	8917	10470	11658	12876	财务费用	-29	38	-47	-7
其他流动资产	5891	5918	5943	5970	资产减值损失	-427	244	261	268
非流动资产	51807	49148	46502	43850	公允价值变动收益	121	61	50	42
长期投资	4210	4313	4417	4522	投资净收益	461	128	146	166
固定资产	29379	26463	23544	20622	营业利润	10230	12288	14982	17648
无形资产	1609	1630	1652	1675	营业外收入	58	68	78	87
其他非流动资产	16610	16742	16889	17031	营业外支出	176	300	380	370
资产总计	101962	115486	133386	153765	利润总额	10112	12057	14680	17365
流动负债	43296	45463	49753	54155	所得税	1380	1749	2130	2457
短期借款	12596	12596	12596	12596	净利润	8732	10307	12550	14908
应付账款	13660	15007	17488	20062	少数股东损益	27	21	24	27
其他流动负债	17040	17859	19669	21496	归属母公司净利润	8705	10287	12526	14881
非流动负债	9875	10925	11985	13055	EBITDA	13283	14975	17580	20289
长期借款	5380	6430	7490	8560	EPS (元)	1.43	1.61	1.96	2.33
其他非流动负债	4495	4495	4495	4495					
负债合计	53171	56388	61738	67210					
少数股东权益	1083	1103	1127	1154					
股本	6400	6400	6400	6400					
资本公积	14269	14269	14269	14269					
留存收益	27040	37326	49852	64733					
归属母公司股东权	47708	57995	70521	85402					
负债和股东权益	101962	115486	133386	153765					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	15528	13800	18845	21287	成长能力				
净利润	8705	10287	12526	14881	营业收入	14.2%	15.8%	14.4%	13.6%
折旧摊销	3421	2953	2956	2958	营业利润	19.5%	20.1%	21.9%	17.8%
财务费用	826	704	808	877	归属于母公司净利	23.0%	18.2%	21.8%	18.8%
投资损失	-461	-128	-146	-166	获利能力				
营运资金变动	2555	-219	2394	2405	毛利率 (%)	30.9%	33.7%	33.9%	34.3%
其他经营现金流	6633	10710	10440	12808	净利率 (%)	7.9%	8.0%	8.6%	9.0%
投资活动现金流	-7797	-349	-448	-445	ROE (%)	18.2%	17.7%	17.8%	17.4%
资本支出	-6644	-488	-595	-615	ROIC (%)	12.0%	12.5%	13.0%	13.3%
长期投资	-1364	-50	-49	-38	偿债能力				
其他投资现金流	211	189	196	208	资产负债率 (%)	52.1%	48.8%	46.3%	43.7%
筹资活动现金流	11945	407	302	235	净负债比率 (%)	109.0%	95.4%	86.2%	77.6%
短期借款	5640	0	0	0	流动比率	1.16	1.46	1.75	2.03
长期借款	4005	1050	1060	1070	速动比率	0.87	1.14	1.43	1.71
普通股增加	318	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	12851	0	0	0	总资产周转率	1.08	1.11	1.10	1.08
其他筹资现金流	-10868	-643	-758	-835	应收账款周转率	56.46	51.70	51.41	50.69
现金净增加额	19647	13858	18700	21077	应付账款周转率	5.59	5.66	5.53	5.45
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.43	1.61	1.96	2.33
					每股经营现金流薄)	2.43	2.16	2.94	3.33
					每股净资产	7.45	9.06	11.02	13.34
					估值比率				
					P/E	28.99	22.24	18.26	15.37
					P/B	5.56	3.94	3.24	2.68
					EV/EBITDA	19.26	13.79	10.74	8.32

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引起的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。