

买入

2022 年 08 月 31 日

疫情下彰显龙头优势，领先地位继续扩大

- **2022 上半年业绩优于预期：**公司 22H1 共计实现总收入、净利润分别为 634.6/61.4 亿元，同比+12.3%/+15.4%，除非归母净利润为 58.9 亿元，同比+17.5%，其中 Q2 收入、归母净利润分别实现 323.0/26.1 亿元，同比+11.2%/+154.3%，二季度业绩显著超预期。如剔除澳优并表影响，上半年公司收入、净利润分别为 616/61 亿元，同比+9%/+15%。
- **多品类优势全面释放：**分业务看，公司液态乳业务、奶粉及奶制品业务、冷饮产品业务 22H1 分别实现收入 428.9/120.7/72.9 亿元，同比+1.1%/+58.3%/+31.7%，其中 22Q2 收入分别为 205.7/66.8/45.0 亿元，同比-4.5%/+83.5%/+29.4%。上半年液体乳增速有所放缓，主因期内部分疫情影响严重区域的运输及销售均受到较大阻碍所致，预计酸奶等品类由于偏休闲属性为业绩主要拖累因素，但纯奶及低温鲜奶品类则分别维持+20%/+40%以上高增速，领先于行业，公司液体乳业务在行业面临多方面困境下市占率同比实现+0.1pct 提升，稳居行业龙头地位；期内奶粉及奶制品实现大幅增长，其中奶粉业务剔除西部乳业及澳优影响后，内生增长预计超+30%以上，在奶粉行业下行环境下实现大幅上涨，而奶酪业务收入同比增长超 40%，市场份额继续扩大；冷饮业务中，国内业务实现超 30%以上增速，处于行业绝对领导地位。此外，公司期内加快全渠道战略布局及海外市场开拓，实现新零售渠道收入同比增长+16.8%，以及海外国际化业务收入同比增长+58%的优异成绩。展望未来，考虑到国民健康意识逐步提高，以及乳制品天然具备补充营养、提升免疫力等功效，我们认为未来乳制品的长期消费需求仍将呈现持续攀升趋势。短期看，鉴于当前国内疫情管控已逐渐放松，预计未来公司实际动销也有望逐步恢复。
- **全年预计保持平稳：**22H1 受国际经济通胀影响，大宗原材料如进口乳粉及包材等价格大幅上涨，行业成本压力加大，但公司受益于产品结构优化及产品单价提升、原奶价格小幅下降、叠加澳优的高毛利奶粉业务并表影响，公司 H1 综合毛利率同比上浮+1.6pct 至 33.5%。经营利润方面，受澳优并表影响，公司 H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.9%/+0.3%/+0.0%/-0.3pct，净利润率为 9.7%，同比+0.2pct，整体盈利能力保持稳健。展望未来，预计下半年旺季需求恢复或将推动奶价环比提升，但鉴于包材价格有所回落，及公司产品结构优化带动，预计全年利润率保持平稳发展，长期有望实现逐年提升，预计 2022-2024 年有望分别实现利润 103.6/122.8/143.6 亿元。
- **目标价 53.74 元，买入评级：**综上所述，考虑到当前乳制品行业需求趋于良好，公司龙头地位稳固且长期发展规划清晰，未来盈利渐入上升周期，故给予目标价 53.74 元，相当于 2023 年盈利预测 28 倍 PE，距离当前有 48.7% 预期涨幅，买入评级。
- **重要风险：**1) 食品安全；2) 原材料上涨超预期；3) 疫情影响超预期。

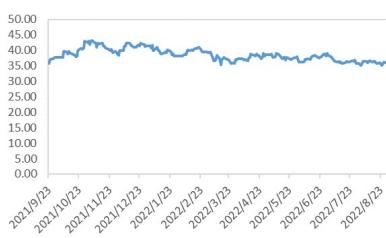
黄海慈
tom.huang@firstshanghai.com.hk
852 2532 1539
主要数据

行业	乳制品/食品饮料
股价	36.13 元
目标价	53.74 元 (+48.7%)
股票代码	600887
总股本	63.99 亿股
总市值	2312.08 亿元
52 周高/低	44.25 元/32.60 元
每股净资产	7.99 元
主要股东	呼和浩特投资有限责任公司(8.41%)

盈利摘要

截止 12 月 31 日 财政年度	2020 历史	2021 历史	2022 预测	2023 预测	2024 预测
收入 (百万元)	96,886	110,595	129,517	145,171	161,391
变动 (%)	7.4%	14.2%	17.1%	12.1%	11.2%
净利润 (百万元)	7,078	8,705	10,358	12,283	14,361
变动 (%)	2.1%	23.0%	19.0%	18.6%	16.9%
每股收益 (元)	1.17	1.43	1.62	1.92	2.24
市盈率 (36.13 元 / 倍)	30.9	25.3	22.3	18.8	16.1
每股派息 (元)	0.8	1.0	1.1	1.4	1.6
股息现价比 (%)	2.27%	2.66%	3.16%	3.75%	4.38%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

图表 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 Ratio					CAGR (2022-2024)	PEG 2023E	
				2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E			
A股乳制品																
伊利股份	600887 CH Equity	36.13	231,208	1.170	1.430	1.658	1.947	2.289	30.9	25.3	21.8	18.6	15.8	17.5%	1.1	
光明乳业	600597 CH Equity	11.33	15,620	0.500	0.480	0.500	0.573	0.650	22.7	23.6	22.7	19.8	17.4	14.0%	1.4	
新乳业	002946 CH Equity	11.56	10,020	0.320	0.366	0.478	0.617	0.770	36.1	31.6	24.2	18.7	15.0	26.9%	0.7	
妙可蓝多	600882 CH Equity	31.65	16,337	0.145	0.332	0.703	1.304	1.890	218.3	95.3	45.0	24.3	16.7	64.0%	0.4	
燕塘乳业	002732 CH Equity	18.81	2,960	0.670	1.000				28.1	18.8						
天润乳业	600419 CH Equity	13.35	4,275	0.560	0.557				23.8	24.0						
三元股份	600429 CH Equity	4.99	7,571	0.015	0.164				332.7	30.4						
简单平均				0.483	0.618	0.835	1.110	1.400	98.9	35.6	28.4	20.3	16.2	30.6%	0.9	
H股乳制品																
蒙牛乳业	2319 HK Equity	35.45	140,209	0.897	1.274	1.464	1.707	2.013	35.1	23.1	21.3	18.3	15.5	17.3%	1.1	
中国飞鹤	6186 HK Equity	6.40	56,917	0.830	0.770	0.711	0.793	0.885	6.9	6.9	7.9	7.1	6.4	11.6%	0.6	
H&H国际控股	1112 HK Equity	10.58	6,826	1.770	0.790	1.284	1.530	1.724	5.3	11.1	7.3	6.1	5.4	15.9%	0.4	
澳优	1717 HK Equity	6.24	11,285	0.609	0.606	0.528	0.659	0.757	9.1	8.5	10.4	8.3	7.3	19.7%	0.4	
雅士利国际	1230 HK Equity	1.16	5,505	0.021	-0.017	0.030	0.030	0.030	49.1	-56.6	33.1	33.1	33.1	0.0%		
优然牧业	9858 HK Equity	2.42	9,185	0.410	0.440	0.366	0.578	0.734	5.2	4.6	5.8	3.7	2.9	41.6%	0.1	
现代牧业	1117 HK Equity	1.05	8,311	0.121	0.144	0.164	0.226	0.287	7.7	6.0	5.6	4.1	3.2	32.3%	0.1	
原生态牧业	1431 HK Equity	0.22	1,013	0.123	0.034				1.6	5.3						
中国圣牧	1432 HK Equity	0.36	3,017	0.054	0.056	0.060	0.080	0.090	6.0	5.3	5.1	3.9	3.4	22.5%	0.2	
简单平均				0.537	0.455	0.576	0.700	0.815	14.0	1.6	12.1	10.6	9.7	20.1%	0.4	
A股其他																
贵州茅台	600519 CH Equity	1,870.00	2,349,090	37.170	41.760	50.010	58.715	69.018	50.3	44.8	37.4	31.8	27.1	17.5%	1.8	
五粮液	000888 CH Equity	164.03	636,700	5,141	6,023	6,955	8,137	9,380	31.9	27.2	23.6	20.2	17.5	16.1%	1.2	
洋河股份	002304 CH Equity	163.85	246,920	4,984	5,014	6,323	7,572	8,924	32.9	32.7	25.9	21.6	18.4	18.8%	1.2	
青岛啤酒	600600 CH Equity	108.48	148,005	1,629	2,328	2,450	2,909	3,457	66.6	46.6	44.3	37.3	31.4	18.8%	2.0	
重庆啤酒	600132 CH Equity	108.25	52,390	2,230	2,410	2,886	3,558	4,236	48.5	44.9	37.5	30.4	25.6	21.2%	1.4	
海天味业	603288 CH Equity	78.25	362,598	1,385	1,436	1,643	1,941	2,281	56.5	54.5	47.6	40.3	34.3	17.8%	2.3	
中炬高新	600872 CH Equity	34.97	27,465	1,117	0.943	0.948	1,132	1,311	31.3	31.3	37.1	36.9	30.9	17.6%	1.8	
金龙鱼	300999 CH Equity	45.17	244,893	1,210	0.760	0.971	1,338	1,647	37.3	59.4	46.5	33.8	27.4	30.2%	1.1	
洽洽食品	002557 CH Equity	47.16	23,910	1,597	1,839	2,082	2,502	2,932	29.5	25.6	22.7	18.8	16.1	18.7%	1.0	
良品铺子	603719 CH Equity	27.54	11,044	0.870	0.700	0.866	1,118	1,415	31.7	39.3	31.8	24.6	19.5	27.8%	0.9	
盐津铺子	002847 CH Equity	92.35	11,884	1,940	1,210	2,285	3,284	4,276	47.6	76.3	40.4	28.1	21.6	36.8%	0.8	
牧原股份	002714 CH Equity	59.16	314,859	5,329	1,298	1,046	5,041	5,033	11.1	45.6	56.6	11.7	11.8	119.4%	0.1	
双汇发展	000895 CH Equity	26.69	92,472	1,864	1,404	1,770	1,902	2,081	14.3	19.0	15.1	14.0	12.8	8.4%	1.7	
涪陵榨菜	002507 CH Equity	30.13	26,744	0.980	0.870	1,129	1,326	1,519	30.7	34.6	26.7	22.7	19.8	16.0%	1.4	
简单平均				4.818	4.857	5.812	7.177	8.394	37.2	42.0	35.2	26.2	22.1	27.5%	1.3	
H股其他																
农夫山泉	9633 HK Equity	46.55	523,523	0.480	0.640	0.691	0.830	0.974	86.2	60.3	59.0	49.1	41.9	18.7%	2.6	
VITASOY INT'L	345 HK Equity	11.86	12,700	0.504	0.515	-0.085	0.159	0.375	23.5	23.0	-139.5	74.6	31.6			
中国食品	506 HK Equity	2.49	6,965	0.178	0.205	0.224	0.254	0.287	12.4	10.1	9.8	8.6	7.6	13.2%	0.7	
康师傅控股	322 HK Equity	13.68	77,056	0.722	0.676	0.513	0.692	0.822	16.8	16.8	23.5	17.4	14.7	26.6%	0.7	
统一企业中国	220 HK Equity	6.79	29,328	0.376	0.347	0.301	0.376	0.431	16.0	16.2	19.9	15.9	13.9	19.7%	0.8	
日清食品	1475 HK Equity	6.37	6,648	0.281	0.287	0.328	0.363	0.403	22.7	22.2	19.4	17.5	15.8	10.8%	1.6	
中国旺旺	151 HK Equity	5.51	65,566	0.294	0.338	0.380	0.365	0.395	16.7	14.2	12.4	13.2	12.2	2.0%	6.8	
达利食品	3799 HK Equity	3.64	49,847	0.280	0.270	0.259	0.289	0.313	11.6	11.2	12.3	11.1	10.3	9.9%	1.1	
周黑鸭	1458 HK Equity	3.87	9,223	0.065	0.150	0.075	0.184	0.245	52.7	21.4	45.5	18.4	13.8	80.7%	0.2	
百威亚太	1876 HK Equity	22.90	303,274	0.039	0.072	0.082	0.094	0.108	75.9	41.0	35.8	31.0	27.0	14.8%	2.1	
华润啤酒	291 HK Equity	54.65	177,294	0.650	1,410	1,291	1,599	1,933	74.7	32.2	37.1	29.9	24.8	22.4%	1.3	
青岛啤酒	168 HK Equity	76.15	103,896	1,629	2,328	2,364	2,754	3,133	41.5	27.1	28.2	24.2	21.3	15.1%	1.6	
颐海国际	1579 HK Equity	21.65	22,665	0.902	0.782	0.797	0.939	1,100	21.3	23.0	23.9	20.3	17.3	17.5%	1.2	
简单平均				0.492	0.617	0.555	0.684	0.809	36.3	24.5	14.4	25.5	19.4	20.9%	1.7	
海外乳制品																
雀巢	NSRGY US Equity	117.70	323,675			4,744	5,100	5,511			24.0	22.3	20.7	7.8%	2.9	
达能股份有限公司	BN FP Equity	#N/A N/A	#VALUE!	2,990	2,978	3,287	3,571	3,841						8.1%		
利洁时	RB/ LN Equity	#N/A N/A	#VALUE!			3,344	3,485	3,807						6.7%		
恒天然集团	FCG NZ Equity	#N/A N/A	#VALUE!													
明治控股株式会社	2269 JT Equity	6,580.00	976,271	464,040	452,520	608,462	404,865	408,020	14.2	14.5	10.8	16.3	16.1	-18.1%	-0.9	
简单平均				233,515	227,749	154,959	104,255	105,295	14.2	14.5	17.4	19.3	18.4	1.1%	1.0	
海外其他																
可口可乐	KO US Equity	62.15	268,776	1,800	2,260	2,462	2,608	2,777	34.5	27.5	25.2	23.8	22.4	6.2%	3.8	
怪兽饮料公司	MNST US Equity	88.53	46,645	2,660	2,610	2,375	3,060	3,470	33.3	33.9	37.3	28.9	25.5	20.9%	1.4	
通用磨坊	GIS US Equity	76.98	45,858	3,590	3,810	3,836	4,010	4,238	21.4	20.2	20.1	19.2	18.2	5.1%	3.8	
好时公司	HSY US Equity	226.21	46,369	6,134	7,150	8,191	8,862	9,447	36.9	31.6	27.6	25.5	23.9	7.4%	3.5	
家乐氏	K US Equity	73.20	24,896	3,650	4,360	4,135	4,286	4,459	20.1	16.8	17.7	17.1	16.4	3.8%	4.4	
尼格拉品牌股份有限公司	CAG US Equity	34.75	16,702	1,720	2,670	2,361	2,412	2,581	20.2	13.0	14.7	14.4	13.5	4.6%	3.2	
简单平均				3,259	3,810	3,893	4,206	4,495	27.7	23.8	23.8	21.5	20.0	8.0%	3.3	

资料来源: Bloomberg 预测、第一上海

附录 1：主要财务报表

损益表					财务分析						
<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>						
	2020	2021	2022	2023	2024		2020	2021	2022	2023	2024
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	96,885.6	110,595.2	129,517.3	145,170.6	161,391.3	盈利能力					
营业收入	96,524.0	110,144.0	128,988.9	144,880.9	161,069.1	毛利率(%)	30.1%	30.6%	32.0%	32.7%	33.2%
毛利	29,071.0	33,727.3	41,212.2	47,362.2	53,460.3	营业利润率(%)	8.9%	9.3%	9.4%	10.0%	10.5%
营业总成本	89,441.1	101,194.0	118,075.9	131,190.0	144,806.8	归母净利润(%)	7.3%	7.9%	8.0%	8.5%	8.9%
营业成本	67,452.9	76,416.7	87,776.7	97,518.6	107,608.8						
销售费用	16,883.6	19,314.8	23,600.7	25,776.3	28,371.4	ROA	10.8%	10.1%	9.6%	9.9%	9.7%
管理费用	3,882.9	4,227.1	5,253.3	5,880.5	6,530.6	ROE	25.0%	22.0%	20.6%	21.6%	21.9%
财务费用	188.1	(29.2)	(27.6)	350.4	436.1						
营业利润	8,558.2	10,230.3	12,170.4	14,424.5	16,856.0	营运表现					
营业外收入	48.5	58.2	68.2	76.6	85.2	SG&A/收入(%)	19.5%	18.4%	19.3%	18.7%	18.4%
营业外支出	456.9	176.2	206.4	231.8	257.7	实际税率(%)	12.9%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
利润总额	8,149.8	10,112.4	12,032.3	14,269.4	16,683.5	股息支付率(%)	70.5%	70.6%	70.6%	70.6%	70.6%
所得税	1,050.9	1,380.3	1,642.4	1,947.8	2,277.3						
净利润	7,098.9	8,732.0	10,389.9	12,321.6	14,406.2	财务状况					
归属母公司所有者的净利润	7,078.2	8,704.9	10,357.6	12,283.3	14,361.5	库存周转天数	41.3	39.3	39.3	39.3	39.3
基本每股收益	1.17	1.43	1.62	1.92	2.24	应付账款天数	60.7	61.4	61.4	61.4	61.4
						应收账款天数	6.8	6.4	6.4	6.4	6.4
增长(%)											
营业收入	7.2%	14.1%	17.1%	12.3%	11.2%	权益负债率	133.0%	109.0%	118.7%	119.7%	130.6%
经营利润	3.4%	19.5%	19.0%	18.5%	16.9%	收入/总资产	73.3%	63.6%	59.7%	58.0%	54.3%
归属净利润	2.1%	23.0%	19.0%	18.6%	16.9%	资产负债率	57.1%	52.1%	54.3%	54.5%	56.6%
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>						
	2020	2021	2022	2023	2024		2020	2021	2022	2023	2024
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
货币资金	11,695.2	31,742.4	45,681.6	63,552.9	85,034.6	净利润	7,098.9	8,732.0	10,389.9	12,321.6	14,406.2
应收票据及应收账款	1,759.2	2,107.4	2,420.8	2,665.3	2,989.1	固定资产折旧	2,222.6	3,032.6	4,171.7	4,935.0	5,698.3
预付款项	1,289.7	1,519.8	1,745.7	1,939.4	2,140.1	无形资产摊销	83.5	118.4	136.4	154.3	172.2
其他应收款	115.5	126.0	147.6	165.8	184.3	长期待摊费用摊销	136.3	137.0	103.2	77.8	58.8
存货	7,545.0	8,917.2	9,992.3	11,015.9	12,166.0	存货的减少	194.6	(837.7)	(1,075.1)	(1,023.6)	(1,150.1)
固定资产	23,343.4	29,378.7	34,882.0	39,622.0	43,598.8	经营性应收项目的减少	(3,301.6)	(891.5)	(313.3)	(244.5)	(323.8)
在建工程	5,424.7	3,735.7	4,435.4	5,038.1	5,543.8	经营性应付项目的增加	2,657.0	3,908.8	1,394.1	1,881.9	1,511.2
无形资产	1,535.8	1,609.1	1,786.2	1,945.4	2,086.7	经营活动产生的现金流量净额	9,851.6	15,527.5	14,806.8	18,102.5	20,372.9
商誉	361.6	306.3	214.4	150.1	105.1	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净额	6,500.2	6,644.0	9,452.0	9,452.0	9,452.0
资产合计	71,154.3	101,962.3	114,279.2	135,673.7	160,986.6	其他	2,542.9	1,153.0	1,153.0	1,153.0	1,153.0
短期借款	6,956.7	12,596.4	15,115.6	18,894.5	24,562.9	投资活动产生的现金流量净额	-9,043	-7,797	-10,605	-10,605	-10,605
应付账款及应付票据	11,635.6	14,061.7	15,455.7	17,337.7	18,848.9	分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,309.7	5,692.8	6,113.0	7,274.4	8,630.7
其他应付款	3,136.8	3,514.7	4,043.9	4,507.4	4,988.9	筹资活动产生的现金流量净额	(46.6)	11,945.2	9,737.5	10,373.8	11,713.9
长期借款	1,375.0	5,380.2	6,456.2	8,070.3	10,491.3						
负债合计	40,621.6	53,171.3	62,026.8	73,919.0	91,176.8						
归属于母公司股东权益	30,383.9	47,708.3	50,259.4	58,851.4	65,996.2	现金及现金等价物净增加额	366.9	19,646.9	13,939.3	17,871.3	21,481.8
少数股东权益	148.7	1,082.7	1,993.0	2,903.3	3,813.7	期初持有现金	11,066.7	11,433.6	31,080.5	45,019.8	62,891.0
所有者权益合计	30,532.6	48,791.0	52,252.4	61,754.7	69,809.8	期末持有现金	11,433.6	31,080.5	45,019.8	62,891.0	84,372.8
负债和股东权益合计	71,154.3	101,962.3	114,279.2	135,673.7	160,986.6						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。