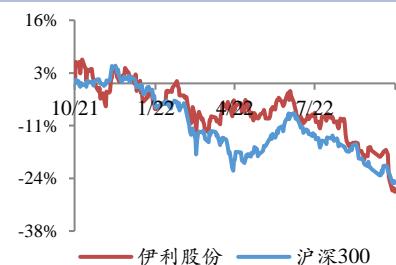


# 短期承压，静待改善

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2022-10-28

收盘价（元）	28.76
近 12 个月最高/最低（元）	42.15/28.76
总股本（百万股）	6,399
流通股本（百万股）	6,308
流通股比例（%）	98.57
总市值（亿元）	1,840
流通市值（亿元）	1,814

**公司价格与沪深 300 走势比较**

**分析师：刘略天**

执业证书号: S0010522100001  
邮箱: liult@hazq.com

**分析师：陈姝**

执业证书号: S0010522080001  
邮箱: chenshu@hazq.com

**主要观点：**
**● 事件描述**

10月27日晚，公司发布2022年三季报，22Q1-Q3公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为938.61/80.61/75.81亿元，同比增长分别为10.42%/1.47%/0.45%，22Q3公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为303.98/19.29/16.93亿元，同比增长分别为6.66%/-26.46%/-33.27%，预计内生业务Q3实现高个位数增长。

**● 奶粉奶酪业务实现增长，渠道建设持续进行**

1) 分产品来看：22Q1-Q3公司液态奶/奶粉/冷饮/其他业务分别实现营业收入641.02/187.28/92/3.11亿元，同比增长为-0.9%/60.5%/32.4%/109.3%，其中22Q3公司液态奶/奶粉/冷饮/其他业务实现营业收入212.10/66.57/19.06/1.04亿元，同比变动-4.9%/+64.7%/+35.3%/+54.5%，液态奶中基础白奶保持一定的韧性，奶粉业务延续二季度增长态势，其中有机及儿童粉实现高增；2) 分地区来看：22Q1-Q3公司华北/华南分别实现营业收入251.58/229.22亿元，同比增长4.0%/10.3%；其中22Q3华北/华南分别实现营业收入79.46/73.90亿元，同比增长-0.6%/5.1%；3) 渠道经销商体系：22Q1-Q3公司经销/直营分别实现营收895.40/28.02亿元，同比增长10.7%/6.9%，其中22Q3公司经销直营分别实现营收289.31/9.47亿元，同比变动7.4%/5.2%。22Q3末经销商总数为19321家，较去年同期增加4762家，环比增加443家，主要系澳优并表经销商增加。

**● 毛利率有所提升，规模效应下滑等多重因素导致销售费用率提升**

22Q1-Q3公司整体毛利率32.8%，同比提升1.4PCT，得益于公司成本管控措施；22Q1-Q3销售费用率18.5%，同比提升1.7PCT，其中Q3提升3.3PCT，原因是液态奶收入下滑导致规模效应降低，前两个季度综艺节目方面没有录制或播放，Q3一次性确认，以及澳优并表因素，预期Q4环比改善；22Q1-Q3管理费用率4.1%，同比提升0.6PCT；22Q1-Q3公司销售净利率为8.61%，同比下降0.8PCT，22Q3销售净利率为6.32%，同比下滑3PCT。

**● 投资建议**

三季度需求表现较为疲乏，液态奶收入有所下滑，预计Q4随着消费意愿的恢复及春节备货的前置，液态奶收入有望环比改善，预计奶粉奶酪业务Q4保持前三季度增长态势。随着规模效应的环比改善，奶价保持平稳或小幅下跌，预计Q4盈利能力有所恢复，预期全年利润率接近同比持平。同时澳优方面的公允价值调整体现在二三季度，预计Q4实现正贡献。我们2022/2023/2024年收入分别为1228.48/1376.44/1535.72亿元，同比增长分别为11.1%/12%/11.6%，归母净利润为95.33/110.86/128.30亿元，同比增长9.5%/16.3%/15.7%，对应EPS分别为1.49/1.73/2元/股，对应PE为19/17/14X，维持“买入”评级。

**相关报告**

- 基石业务行稳致远，第二曲线加速成长 2022-09-01
- 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

**● 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) 疫情控制及需求恢复不及预期；
- 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	122848	137644	153572
收入同比(%)	14.2%	11.1%	12.0%	11.6%
归属母公司净利润	8705	9533	11086	12830
净利润同比(%)	23.0%	9.5%	16.3%	15.7%
毛利率(%)	30.9%	33.3%	33.7%	34.1%
ROE(%)	18.2%	16.7%	16.2%	15.8%
每股收益(元)	1.43	1.49	1.73	2.00
P/E	28.99	19.31	16.60	14.35
P/B	5.56	3.22	2.69	2.27
EV/EBITDA	19.26	11.57	9.26	7.24

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				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	50155	64465	82665	102744	营业收入	110595	122848	137644	153572
现金	31742	44277	61051	79596	营业成本	76417	81883	91194	101271
应收账款	1959	2376	2677	3029	营业税金及附加	664	799	895	998
其他应收款	126	168	189	210	销售费用	19315	23280	26152	29163
预付账款	1520	1638	1824	2025	管理费用	4227	5037	5643	6266
存货	8917	10095	10993	11931	财务费用	-29	38	-22	37
其他流动资产	5891	5910	5931	5953	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	123	138	154
固定资产	29379	26463	23544	20622	营业利润	10230	11405	13294	15255
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	113613	129166	146594	利润总额	10112	11173	12992	14972
流动负债	43296	44345	47732	51235	所得税	1380	1621	1885	2119
短期借款	12596	12596	12596	12596	净利润	8732	9552	11107	12854
应付账款	13660	14470	16490	18590	少数股东损益	27	19	21	23
其他流动负债	17040	17278	18646	20049	归属母公司净利润	8705	9533	11086	12830
非流动负债	9875	10925	11985	13055	EBITDA	13283	14091	15917	17941
长期借款	5380	6430	7490	8560	EPS (元)	1.43	1.49	1.73	2.00
其他非流动负债	4495	4495	4495	4495					
负债合计	53171	55270	59717	64290					
少数股东权益	1083	1102	1123	1146					
股本	6400	6400	6400	6400					
资本公积	14269	14269	14269	14269					
留存收益	27040	36572	47658	60489					
归属母公司股东	47708	57241	68327	81157					
负债和股东权益	101962	113613	129166	146594					
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	12472	16911	18742	成长能力				
净利润	8705	9533	11086	12830	营业收入	14.2%	11.1%	12.0%	11.6%
折旧摊销	3421	2953	2956	2958	营业利润	19.5%	11.5%	16.6%	14.7%
财务费用	826	704	808	877	归属于母公司净利	23.0%	9.5%	16.3%	15.7%
投资损失	-461	-123	-138	-154	盈利能力				
营运资金变动	2555	-788	1911	1927	毛利率 (%)	30.9%	33.3%	33.7%	34.1%
其他经营现金流	6633	10512	9462	11206	净利率 (%)	7.9%	7.8%	8.1%	8.4%
投资活动现金流	-7797	-344	-439	-433	ROE (%)	18.2%	16.7%	16.2%	15.8%
资本支出	-6644	-478	-578	-590	ROIC (%)	12.0%	11.7%	11.8%	11.9%
长期投资	-1364	-50	-49	-38	偿债能力				
其他投资现金流	211	184	188	196	资产负债率 (%)	52.1%	48.6%	46.2%	43.9%
筹资活动现金流	11945	407	302	235	净负债比率 (%)	109.0%	94.7%	86.0%	78.1%
短期借款	5640	0	0	0	流动比率	1.16	1.45	1.73	2.01
长期借款	4005	1050	1060	1070	速动比率	0.87	1.14	1.42	1.69
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	1.08	1.07	1.05
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	12534	16774	18545	应付账款周转率	5.59	5.66	5.53	5.45

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:** 刘略天, 华安证券食品饮料首席分析师, 英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验, 曾任职于海通国际证券、天治基金。

**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致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。