



未匹配改善，我们判断预计为 Q1 需求端复苏进度略低于预期叠加春节错期背景下，公司为改善节后动销可能对部分产品给予促销搭赠，短期毛利率回落，但预计伴随着后续消费需求复苏，促销退出，叠加原奶价格下行，公司年内毛利率有望逐季改善。

消费稳步复苏，液奶有望重回增长态势，冷饮、奶粉等奶制品占比提升推动盈利能力改善。短期看，2022 年受疫情扰动影响下公司液奶需求展现韧性，2023 年伴随经济复苏，消费需求回暖，节日礼赠、自饮升级等需求催化下，液奶结构升级有望延续。长期视角看，我国内地人均乳制品消费量相较饮食文化类似的日韩以及我国港台地区仍然偏低，未来增量空间仍在。液奶品类看，下沉市场为基础白奶产品提供增量空间，高线城市提供产品结构升级需求。奶粉品类，伴随公司并表澳优后在奶粉品牌、奶源、产品线、渠道等矩阵化布局愈加完善，公司后续有望继续提升市场份额，实现奶粉行业第一目标在望，同时高毛利的奶粉品类营收占比提升将持续改善公司毛利率水平。此外，公司奶酪、低温鲜奶、偏高端低温酸奶增长势头良好，均已进入细分品类头部行列，未来伴随规模提升，有望为公司利润带来新增量。

● 盈利预测与投资建议

根据公司最新指引，我们预计公司 2023-2025 年实现营收 1358.73/1481.98/1605.69 亿元，同比增长 10.31%/9.07%/8.35%；实现归母净利润 108.26/127.55/146.70 亿元，同比增长 14.80%/17.81%/15.01%；对应 EPS 为 1.69/1.99/2.29 元；对应当前股价 PE 为 16/14/12 倍。虽然公司在 2020 年因疫情扰动等诸多不利因素影响下，盈利能力短期承压，但长期看消费者对健康需求的诉求仍在，高端液奶、低温酸奶等可选液奶品类增速有望伴随经济复苏而回升，同时奶粉、奶酪等高毛利品类仍有望保持双位数以上增速，结构升级叠加原奶价格年内下行预期，公司净利率增速预计快于营收。公司股价对应估值水平已至历史低位，考虑公司未来 3 年归母净利润复合增速预计仍有 16%，我们给予公司十二个月维度 18 倍 PE 估值，目标价 35.82 元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

消费需求疲软，原奶价格波动，食品安全，竞争加剧价格战风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	123171	135873	148198	160569
增长率(%)	11.37	10.31	9.07	8.35
EBITDA (百万元)	14262.63	16653.56	19015.41	21147.59
归属母公司净利润 (百万元)	9431.06	10826.47	12755.21	14670.11
增长率(%)	8.34	14.80	17.81	15.01
EPS(元/股)	1.47	1.69	1.99	2.29
市盈率 (P/E)	18.86	16.43	13.95	12.13
市净率 (P/B)	3.54	3.18	2.83	2.52
EV/EBITDA	15.15	11.40	9.81	8.61

资料来源：公司公告，中邮证券研究所 注：测算基于 2023 年 4 月 27 日收盘价

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表									
营业收入	123171	135873	148198	160569	营业收入	11.4%	10.3%	9.1%	8.3%
营业成本	83119	90873	98641	106539	营业利润	6.2%	11.8%	17.5%	14.8%
税金及附加	742	803	876	949	归属于母公司净利润	8.3%	14.8%	17.8%	15.0%
销售费用	22908	24593	26527	28421	毛利率	32.5%	33.1%	33.4%	33.6%
管理费用	5343	5571	5928	6262	净利率	7.6%	8.0%	8.6%	9.1%
研发费用	822	815	889	963	ROE	18.8%	19.3%	20.3%	20.8%
财务费用	-255	1603	1445	1282	ROIC	20.4%	18.2%	20.8%	22.3%
资产减值损失	-792	-627	-684	-741	偿债能力				
营业利润	11333	12666	14877	17073	资产负债率	58.7%	56.0%	53.4%	50.6%
营业外收入	61	56	56	56	流动比率	0.99	0.99	1.01	1.04
营业外支出	291	308	308	308	营运能力				
利润总额	11103	12414	14625	16821	应收账款周转率	39.88	50.25	50.25	50.25
所得税	1312	1609	1896	2180	存货周转率	5.60	7.37	7.37	7.37
净利润	9791	10805	12729	14640	总资产周转率	0.94	1.00	1.04	1.07
归母净利润	9904	10826	12755	14670	每股指标(元)				
每股收益(元)	1.47	1.69	1.99	2.29	每股收益	1.47	1.69	1.99	2.29
资产负债表									
货币资金	33853	37865	39065	41260	每股净资产	7.86	8.75	9.81	11.02
交易性金融资产	56	56	56	56	估值比率				
应收票据及应收账款	3250	2892	3154	3417	PE	18.86	16.43	13.95	12.13
预付款项	1834	1907	2080	2254	PB	3.54	3.18	2.83	2.52
存货	14836	12330	13384	14455	现金流量表				
流动资产合计	61463	62950	66352	70770	净利润	9318	9858	11783	13694
固定资产	36282	39363	45135	48946	折旧和摊销	3887	2637	2945	3045
在建工程	3443	4721	3000	3000	营运资本变动	-2013	5032	1074	1093
无形资产	4648	3873	3099	2324	其他	2048	2168	2009	1847
非流动资产合计	69502	73144	76477	79711	经营活动现金流净额	13240	19695	17812	19679
资产总计	130965	136094	142829	150481	资本开支	-5989	-6000	-6000	-6000
短期借款	26799	25799	24799	23799	其他	-13525	103	103	103
应付票据及应付账款	16807	16924	18371	19842	投资活动现金流净额	-19514	-5897	-5897	-5897
其他流动负债	18563	20954	22782	24628	股权融资	-34	0	0	0
流动负债合计	62170	63677	65953	68269	债务融资	18324	-3093	-3272	-3408
其他	14653	12559	10287	7879	其他	-9508	-6694	-7442	-8179
非流动负债合计	14653	12559	10287	7879	筹资活动现金流净额	8781	-9787	-10714	-11587
负债合计	76822	76237	76240	76148	现金及现金等价物净增加额	1927	4011	1201	2195
股本	6399	6399	6399	6399					
资本公积	14235	14235	14235	14235					
未分配利润	29633	35370	42128	49901					
少数股东权益	3875	3853	3828	3798					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	54143	59857	66590	74333					
负债和所有者权益总计	130965	136094	142829	150481					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所 注：测算基于 2023 年 4 月 27 日收盘价

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司的股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予以通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话: 010-67017788
邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

电话: 18717767929
邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

电话: 15800181922
邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048