

## 买入

2023 年 05 月 03 日

### 2022 年保持业绩稳健，2023 年迎接拐点向上

► **季度业绩改善显著**：22FY 公司共计收入、净利润分别为 1,227.0/94.3 亿元，同比+11.4%/+8.3%，扣非净利润为 85.9 亿元，同比+8.1%，如剔除澳优并表影响，全年公司总收入内生同比增速预计为 6%左右。其中 22Q4 收入、净利润分别实现 292.0/13.7 亿元，同比+14.6%/+80.1%，业绩环比改善显著。23Q1 公司共计实现收入、净利润分别为 333.3/236.2 亿元，同比+7.8%/+2.7%。公司拟派每 10 股现金分红 10.4 元，分红比率为 70.3%，如叠加现金方式回购股份金额，合计分红比率为 73.5%。

► **液体乳逆势保持平稳、奶粉奶酪及冷饮高增**：分业务看，22FY 液态乳、奶粉及奶制品、冷饮产品业务分别实现收入 849.3/262.6/95.7 亿元，同比+0%/+62.0%/+33.6%。**液体乳业务**同比基本持平，预计受疫情反复影响，偏礼赠或休闲属性品类的消费场景缺失形成销量拖累，但行业逆势下，1) 常温白奶品类保持需求韧性，2) 核心大单品安慕希系列在常温酸奶细分市场中的零售额份额同比+0.6pct，公司整体液态乳业务稳居市场第一；**奶粉业务**全年大增，主因澳优并表影响，但公司内生增长预计亦超+20%以上；**奶酪或冷饮业务**均实现高增长。23Q1 液态乳、奶粉及奶制品、冷饮产品业务分别实现 217.4/74.4/37.9 亿元，同比-2.6%/+37.9%/+35.7%。短期看，奶粉及奶制品、冷饮产品业务预计将延续较高增速，引领整体收入增长；23Q1 液体乳受今年春节备货错期、及 22Q1 高基数影响，收入略有下滑，预计随国内消费力水平逐渐恢复，及后续季度的同期低基数下，整体液体乳业务动销改善有望逐季加速。

► **盈利能力平稳提升**：22FY 受益于产品结构优化、部分产品单价提升、及促销力度控制得当等影响，公司综合毛利率同比上浮+1.6pct 至 32.3%，但因受澳优并表影响，叠加期内因冬奥、世界杯等相关品宣活动所需，公司全年销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.1/+0.5/+0.1/-0.2pct，净利率率同比-0.2pct 至 7.7%。如若剔除澳优并表影响，预计公司内生的净利率率同比+0.1pct，因此我们认为，在去年极端环境下，公司盈利能力仍保持韧性。后续考虑到当前乳企双雄坚定提出以盈利兑现为目标，预计随市场需求回暖形成趋势，公司有望实现更高利润贡献。

► **目标价 43.37 元，买入评级**：综上所述，我们认为，未来乳制品行业需求或将逐渐趋于良好，考虑到公司作为龙头企业地位稳固，长期发展规划清晰，预计未来盈利将渐入上升通道，2023-2025 年分别有望实现净利润 110.9/130.2/150.7 亿元，给予目标价 43.37 元，相当于 2023 年盈利预测 25 倍 PE，距离当前有 46.7% 预期涨幅，买入评级。

► **重要风险**：1) 食品安全；2) 行业竞争加剧；3) 市场需求环境恢复不及预期。

邹炜

Wilson.zou@firstshanghai.com.hk

852 2532 1539

#### 主要数据

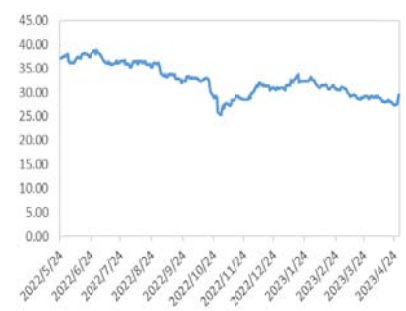
行业	乳制品/食品饮料
股价	29.56 元
目标价	43.37 元 (+46.7%)
股票代码	600887
总股本	63.99 亿股
总市值	1891.52 亿元
52 周高/低	39.14 元/24.51 元
每股净资产	8.36 元
主要股东	呼和浩特投资有限公司 (8.54%)

#### 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2021历史	2022历史	2023预测	2024预测	2025预测
收入 (百万元)	110,595	123,171	135,697	148,280	161,116
变动 (%)	14.2%	11.4%	10.2%	9.3%	8.7%
净利润 (百万元)	8,705	9,431	11,101	13,025	15,235
变动 (%)	23.0%	8.3%	17.7%	17.3%	17.0%
每股收益 (元)	1.43	1.48	1.73	2.04	2.38
市盈率@29.56元 (倍)	20.7	20.0	17.0	14.5	12.4
每股派息 (元)	1.0	1.0	1.2	1.4	1.7
股息现价比 (%)	3.25%	3.52%	4.13%	4.84%	5.66%

来源：公司资料，第一上海预测

#### 股价表现



来源：彭博

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>					
	2021 实际	2022 实际	2023 预测	2024 预测	2025 预测		2021 实际	2022 实际	2023 预测	2024 预测	2025 预测
营业总收入	110,595.2	123,171.0	135,697.1	148,279.9	161,115.7	盈利能力					
营业收入	110,144.0	122,698.0	135,175.9	147,710.4	160,497.0	毛利率 (%)	30.6%	32.3%	32.8%	33.4%	33.8%
毛利	33,727.3	39,579.5	44,289.9	49,358.0	54,314.2	营业利润率 (%)	9.3%	8.9%	9.4%	10.1%	10.9%
营业总成本	101,194.0	112,678.3	123,442.9	133,743.4	144,117.1	归母净利润率 (%)	7.9%	7.7%	8.2%	8.8%	9.5%
营业成本	76,416.7	83,118.5	90,886.0	98,352.4	106,182.8	ROA	10.1%	8.0%	8.5%	10.2%	11.8%
销售费用	19,314.8	22,908.2	24,919.1	27,168.7	29,278.2	ROE	22.0%	18.1%	20.6%	24.8%	28.2%
管理费用	4,227.1	5,342.8	6,002.1	6,642.4	7,156.2	营运表现					
财务费用	(29.2)	(254.6)	(149.0)	(406.9)	(639.4)	SG&A/收入 (%)	18.4%	19.7%	19.3%	19.0%	18.6%
营业利润	10,230.3	10,860.0	12,765.1	14,958.1	17,472.2	实际税率 (%)	13.6%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
营业外收入	58.2	60.9	67.1	73.3	79.6	股息支付率 (%)	70.6%	70.3%	70.3%	70.3%	70.3%
营业外支出	176.2	290.7	320.2	349.9	380.2	库存周转天数	39.3	52.2	52.2	52.2	52.2
利润总额	10,112.4	10,630.2	12,511.9	14,681.5	17,171.6	应付账款天数	61.4	67.8	67.8	67.8	67.8
所得税	1,380.3	1,312.0	1,544.2	1,812.0	2,119.3	应收账款天数	6.4	8.0	8.0	8.0	8.0
净利润	8,732.0	9,318.2	10,967.7	12,869.5	15,052.3	财务状况					
归属母公司所有者的净利润	8,704.9	9,431.1	11,100.5	13,025.4	15,234.6	权益负债率	109.0%	141.9%	140.0%	145.3%	132.9%
基本每股收益	1.43	1.48	1.73	2.04	2.38	收入/总资产	63.6%	52.7%	52.7%	58.6%	63.0%
						资产负债率	52.1%	58.7%	58.3%	59.2%	57.1%
增长(%)											
营业收入	14.1%	11.4%	10.2%	9.3%	8.7%						
经营利润	19.5%	6.2%	17.5%	17.2%	16.8%						
归母净利润	23.0%	8.3%	17.7%	17.3%	17.0%						
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>					
	2021 实际	2022 实际	2023 预测	2024 预测	2025 预测		2021 实际	2022 实际	2023 预测	2024 预测	2025 预测
货币资金	31,742.4	33,853.3	18,945.1	(1,882.3)	(11,701.7)	净利润	8,732.0	9,318.2	10,967.7	12,869.5	15,052.3
应收票据及应收账款	2,107.4	3,250.2	2,652.3	3,797.5	3,210.6	固定资产折旧	3,032.6	3,547.8	4,878.4	5,565.3	6,252.2
预付款项	1,519.8	1,833.6	2,005.0	2,169.7	2,342.4	无形资产摊销	118.4	204.5	656.9	962.7	1,268.5
其他应收款	126.0	200.0	220.4	240.8	261.6	长期待摊费用摊销	137.0	134.7	93.0	64.8	45.8
存货	8,917.2	14,836.2	11,136.9	16,969.9	13,374.7	存货的减少	(837.7)	(3,889.3)	3,699.2	(5,833.0)	3,595.2
固定资产	29,378.7	33,735.1	37,404.8	40,387.5	42,683.4	经营性应收项目的减少	(891.5)	(906.9)	597.9	(1,145.2)	586.9
在建工程	3,735.7	3,442.7	3,817.2	4,121.6	4,355.9	经营性应付项目的增加	3,908.8	2,783.0	139.7	2,633.2	274.8
无形资产	1,609.1	4,648.0	7,408.9	9,863.9	12,013.1	经营活动产生的现金流量净额	15,527.5	13,420.3	21,032.8	15,117.3	27,075.6
商誉	306.3	4,953.8	6,192.3	7,740.4	9,675.4	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	6,644.0	5,949.7	11,516.4	11,516.4	11,516.4
资产合计	101,962.3	130,965.3	125,685.0	126,510.0	128,228.1	其他	1,153.0	13,564.0	13,564.0	13,564.0	13,564.0
							-7,797	-19,514	-25,080	-25,080	-25,080
短期借款	12,596.4	26,799.5	21,439.6	17,151.7	13,721.3	投资活动产生的现金流量净额	5,692.8	7,500.5	6,596.9	7,765.5	9,113.1
应付账款及应付票据	14,061.7	16,806.6	16,946.3	19,579.5	19,854.3	分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,945.2	8,781.2	(10,860.7)	(10,864.3)	(11,814.6)
其他应付款	3,514.7	3,154.2	3,465.3	3,770.8	4,095.2	筹资活动产生的现金流量净额	19,646.9	2,107.9	(14,908.2)	(20,827.4)	(9,819.3)
长期借款	5,380.2	9,298.2	10,228.0	11,250.8	11,813.4	期初持有现金	11,433.6	31,080.5	33,188.4	18,280.2	(2,547.2)
负债合计	53,171.3	76,822.2	73,319.0	74,946.8	73,171.7	期末持有现金	31,080.5	33,188.4	18,280.2	(2,547.2)	(12,366.6)
归属于母公司股东权益	47,708.3	50,267.9	45,664.6	42,035.5	42,702.4						
少数股东权益	1,082.7	3,875.2	6,701.5	9,527.7	12,353.9						
所有者权益合计	48,791.0	54,143.1	52,366.1	51,563.2	55,056.4						
负债和股东权益合计	101,962.3	130,965.3	125,685.0	126,510.0	128,228.1						

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。