



● 盈利预测与投资建议

受乳制品行业整体承压因素影响，我们小幅下调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营收 112.33/129.89/148.76 亿元，同比增长 12.25%/15.64%/14.52%；实现归母净利润 4.96/6.28/8.18 亿元，同比增长 37.17%/26.57%/30.27%，对应 EPS 为 0.57/0.72/0.94 元，对应当前股价 PE 为 27/21/16 倍。公司所处的鲜奶赛道仍处于成长阶段，同时公司未来 3 年净利润 CAGR 为 31%，公司今年在乳制品行业普遍承压背景下，仍获得双位数营收增长，同时净利率稳步提升，我们继续看好公司兑现未来营收 5 年翻倍，利润率翻倍的目标，维持“买入”评级。

● 风险提示：

宏观经济下行、需求复苏偏弱销售不及预期、DTC 渠道拓展不及预期、食品安全风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	10006	11233	12989	14876
增长率(%)	11.59	12.25	15.64	14.52
EBITDA (百万元)	1006.73	1123.45	1252.50	1410.11
归属母公司净利润 (百万元)	361.51	495.87	627.62	817.58
增长率(%)	15.77	37.17	26.57	30.27
EPS (元/股)	0.42	0.57	0.72	0.94
市盈率 (P/E)	36.93	26.92	21.27	16.33
市净率 (P/B)	5.51	4.75	4.04	3.38
EV/EBITDA	13.91	14.17	11.91	9.78

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

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	10006	11233	12989	14876	营业收入	11.6%	12.3%	15.6%	14.5%
营业成本	7601	8127	9577	11040	营业利润	9.6%	41.3%	26.5%	30.3%
税金及附加	46	54	62	71	归属于母公司净利润	15.8%	37.2%	26.6%	30.3%
销售费用	1357	1775	1948	2157	毛利率	24.0%	27.7%	26.3%	25.8%
管理费用	470	505	546	595	净利率	3.6%	4.6%	5.1%	5.8%
研发费用	48	51	57	64	ROE	14.4%	17.0%	18.4%	20.2%
财务费用	148	145	118	67	ROIC	8.7%	14.1%	14.4%	18.7%
资产减值损失	0	-2	-2	-3	偿债能力				
营业利润	403	570	721	939	资产负债率	71.9%	69.1%	64.1%	57.8%
营业外收入	7	7	8	9	流动比率	0.50	0.61	0.69	0.79
营业外支出	4	4	4	4	营运能力				
利润总额	406	572	724	944	应收账款周转率	17.38	14.60	14.60	14.60
所得税	44	50	64	83	存货周转率	9.50	10.07	10.07	10.07
净利润	362	522	661	861	总资产周转率	1.05	1.13	1.29	1.46
归母净利润	362	496	628	818	每股指标(元)				
每股收益(元)	0.42	0.57	0.72	0.94	每股收益	0.42	0.57	0.72	0.94
资产负债表									
货币资金	494	1123	1299	1488	每股净资产	2.91	3.36	3.93	4.68
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	580	775	897	1027	PE	36.93	26.92	21.27	16.33
预付款项	186	228	264	302	PB	5.51	4.75	4.04	3.38
存货	800	807	951	1097	现金流量表				
流动资产合计	2145	3028	3515	4028	净利润	362	511	604	785
固定资产	3901	3695	3486	3218	折旧和摊销	453	406	410	399
在建工程	117	58	0	0	营运资本变动	79	-199	289	287
无形资产	776	647	517	388	其他	110	208	179	128
非流动资产合计	7345	6937	6542	6162	经营活动现金流净额	1005	926	1481	1600
资产总计	9490	9965	10057	10191	资本开支	-705	0	0	0
短期借款	828	1452	1009	401	其他	51	-49	-19	-5
应付票据及应付账款	958	1039	1224	1411	投资活动现金流净额	-653	-49	-19	-5
其他流动负债	2476	2450	2864	3289	股权融资	-37	0	0	0
流动负债合计	4261	4941	5097	5101	债务融资	-729	3	-1035	-1165
其他	2563	1942	1350	792	其他	297	-250	-252	-240
非流动负债合计	2563	1942	1350	792	筹资活动现金流净额	-469	-248	-1287	-1406
负债合计	6825	6883	6447	5893	现金及现金等价物净增加额	-115	629	176	189
股本	867	867	867	867					
资本公积金	629	629	629	629					
未分配利润	1023	1414	1909	2553					
少数股东权益	147	173	206	249					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	2665	3082	3610	4297					
负债和所有者权益总计	9490	9965	10057	10191					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

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