

買入

2023 年 09 月 12 日

行業弱復蘇下收入承壓，利潤率呈現改善趨勢

- **二季度業績增速環比收縮：**23H1 公司共計收入、淨利潤分別為 659.8/63.1 億元，同比+4.4%/+2.8%，扣非淨利潤為 58.0 億元，同比-1.5%。其中，Q2 單季度收入、淨利潤分別實現 326.5/26.9 億元，同比+1.1%/+2.9%，扣非淨利潤為 24.8 億元，同比-4.5%。
- **液體乳環比改善，冷飲優勢領先：**分業務看，23H1 液態乳、奶粉及乳製品、冷飲產品業務分別實現收入 424.2/135.2/91.6 億元，同比-1.1%/+12.0%/+25.5%，其中 23Q2 分別實現 206.8/60.8/53.6 億元，同比+0.5%/-8.9%/+19.2%。**液體乳業務**上半年 Q2 恢復正增長，環比 Q1 呈現一定復蘇態勢，其中，我們預計公司上半年常溫白奶同比實現中個位數左右增速，高端常溫金典增速更優，而低溫金典鮮奶同比呈現翻倍增長，在宏觀經濟疲弱影響下，整體大白奶業務延續結構持續優化趨勢。優酪乳品類我們預計上半年低溫酸實現同比快速增長，而常溫酸 Q2 環比 Q1 降幅有一定收窄。**奶粉業務**由於出生率下降及行業庫存出清等壓力影響，上半年嬰配粉行業面臨較大挑戰，公司期內主動調整戰略，預計整體庫存保持較為健康水準。與此同時，公司成人奶粉業務穩居行業市場份額第一。**乳酪業務**上半年行業面臨下行壓力，公司收入預計同比略有下滑，但線下零售市場份額仍同比提升 1.5pct 至 17.2%。**冷飲業務**去年同期高基數下實現高增，繼續保持行業領先優勢。
- **費用投放穩中有降，盈利能力保持穩健：**23H1 綜合毛利率同比-0.3pct 至 33.2%，其中 Q2 毛利率同比持平，較 Q1 有所改善，主因 1) 23Q1 春節錯配短期影響產品結構，Q2 逐漸恢復常態，以及 2) 上半年原奶及其它原輔料成本持續下行所致。費用方面，23H1 公司銷售/管理/研發/財務費用率分別同比-0.8%/-0.2%/-0.1pct，其中 Q2 分別同比-0.5%/-0.5%/-0.1pct，整體費用率保持穩中有降，如剔除澳優並表影響，預計期內銷售費用率下降幅度更大。此外，公司上半年計提存貨跌價損失及合同履約成本減值損失共 4.1 億元，同比大幅增加 2.9 億元，預計主要由上半年噴粉量大幅增加所致。最終公司淨利潤率 23H1/23Q2 分別為 9.6%/8.2%，同比-0.1%/-0.1pct，若剔除澳優並表影響後，我們預計公司 Q2 內生淨利率亦有一定提升。
- **目標價 37.55 元，買入評級：**近期國內促銷費政策頻發，我們預計後續宏觀經濟環境有望逐步改善，疊加公司後續季度低基數效益下，下半年整體或將迎來更好發展。長期來看，公司綜合實力持續領先於行業，產品結構及費用管控效率的優化趨勢穩步向好，預計未來盈利彈性有望持續釋放。綜上所述，我們預計公司 2023-2025 年分別有望實現淨利潤 103.7/120.1/136.3 億元，給予目標價 37.55 元，相當於 2024 年盈利預測 20 倍 PE，距離當前有 43.8% 預期漲幅，買入評級。
- **重要風險：**1) 食品安全；2) 行業競爭加劇；3) 經濟環境恢復不及預期。

盈利摘要

截止 12 月 31 日財政年度	2021 历史	2022 历史	2023 预测	2024 预测	2025 预测
收入（百万元）	110,595	123,171	129,962	141,332	153,351
变动 (%)	14.2%	11.4%	5.5%	8.7%	8.5%
净利润（百万元）	8,705	9,431	10,367	12,013	13,632
变动 (%)	23.0%	8.3%	9.9%	15.9%	13.5%
每股收益（元）	1.43	1.48	1.62	1.88	2.13
市盈率@26.11 元(倍)	18.3	17.6	16.1	13.9	12.3
每股派息（元）	1.0	1.0	1.1	1.3	1.5
股息现价比 (%)	3.68%	3.98%	4.36%	5.06%	5.74%

來源：公司資料，第一上海預測

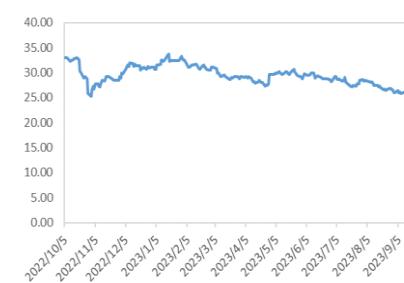
黎航榮

Wayne.li@firstshanghai.com.hk
852 2532 1539

主要資料

行業	乳製品/食品飲料
股價	26.11 元
目標價	37.55 元 (+43.8%)
股票代碼	600887
總股本	63.66 億股
總市值	1662.24 億元
52 周高/低	32.91 元/23.66 元
每股淨資產	7.76 元
主要股東	呼和浩特投資有限責任公司 (8.46%)

股價表現



來源：彭博

附錄 1：主要財務報表

損益表 <元><萬>, 財務年度截至<12月31日>					財務分析 <元><萬>, 財務年度截至<12月31日>						
	2021 實際	2022 實際	2023 預測	2024 預測	2025 預測		2021 實際	2022 實際	2023 預測	2024 預測	2025 預測
營業總收入	110,595.2	123,171.0	129,961.5	141,332.1	153,351.2	盈利能力					
營業收入	110,144.0	122,698.0	129,462.4	140,789.3	152,762.3	毛利率 (%)	30.6%	32.3%	32.5%	33.0%	33.3%
毛利	33,727.3	39,579.5	42,066.5	46,457.8	50,854.1	營業利润率(%)	9.3%	8.9%	9.2%	9.8%	10.2%
營業總成本	101,194.0	112,678.3	118,537.2	128,093.2	138,337.3	歸母淨利率 (%)	7.9%	7.7%	8.0%	8.5%	8.9%
營業成本	76,416.7	83,118.5	87,396.0	94,331.5	101,908.2						
銷售費用	19,314.8	22,908.2	23,854.7	25,770.4	27,739.5	ROA	10.1%	8.0%	7.7%	8.2%	8.3%
管理費用	4,227.1	5,342.8	5,751.9	6,311.7	6,792.0	ROE	22.0%	18.1%	18.0%	19.5%	20.9%
財務費用	(29.2)	(254.6)	(169.6)	(153.9)	(19.8)						
營業利潤	10,230.3	10,860.0	11,927.2	13,804.4	15,651.6	营运表現					
營業外收入	58.2	60.9	64.2	69.9	75.8	SG&A/收入 (%)	18.4%	19.7%	19.1%	18.6%	18.1%
營業外支出	176.2	290.7	306.7	333.5	361.9	實際稅率 (%)	13.6%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
利潤總額	10,112.4	10,630.2	11,684.7	13,540.7	15,365.5	股息支付率 (%)	70.6%	70.3%	70.3%	70.3%	70.3%
所得稅	1,380.3	1,312.0	1,442.1	1,671.2	1,896.4						
淨利潤	8,732.0	9,318.2	10,242.6	11,869.5	13,469.1	庫存周转天數	39.3	52.2	52.2	52.2	52.2
歸屬母公司所有者的淨利潤	8,704.9	9,431.1	10,366.7	12,013.3	13,632.2	應付賬款天數	61.4	67.8	67.8	67.8	67.8
基本每股收益	1.43	1.48	1.62	1.88	2.13	應收賬款天數	6.4	8.0	8.0	8.0	8.0
增長(%)						財務狀況					
營業收入	14.1%	11.4%	5.5%	8.7%	8.5%	權益負債率	109.0%	141.9%	128.5%	147.9%	155.7%
經營利潤	19.5%	6.2%	9.8%	15.7%	13.4%	收入/总资产	63.6%	52.7%	48.4%	48.4%	47.1%
歸母淨利潤	23.0%	8.3%	9.9%	15.9%	13.5%	資產負債率	52.1%	58.7%	56.2%	59.7%	60.9%
資產負債表 <元><萬>, 財務年度截至<12月31日>						現金流量表 <元><萬>, 財務年度截至<12月31日>					
	2021 實際	2022 實際	2023 預測	2024 預測	2025 預測		2021 實際	2022 實際	2023 預測	2024 預測	2025 預測
貨幣資金	31,742.4	33,853.3	30,882.5	25,766.6	30,435.7	淨利潤	8,732.0	9,318.2	10,242.6	11,869.5	13,469.1
應收票據及應收帳款	2,107.4	3,250.2	2,402.8	3,744.8	2,925.6	固定資產折舊	3,032.6	3,547.8	4,878.4	5,565.3	6,252.2
預付款項	1,519.8	1,833.6	1,928.0	2,081.0	2,248.1	无形資產摊銷	118.4	204.5	656.9	962.7	1,268.5
其他應收款	126.0	200.0	211.0	229.5	249.0	長期待摊費用攤銷	137.0	134.7	93.0	64.8	45.8
存货	8,917.2	14,836.2	10,139.6	16,818.2	12,304.8	存貨的減少	(837.7)	(3,889.3)	4,696.6	(6,678.6)	4,513.4
固定資產	29,378.7	33,735.1	37,404.8	40,387.5	42,683.4	經營性應收項目的減少	(891.5)	(906.9)	847.4	(1,342.0)	819.2
在建工程	3,735.7	3,442.7	3,817.2	4,121.6	4,355.9	經營性應付項目的增加	3,908.8	2,783.0	(1,156.4)	3,732.1	(918.3)
無形資產	1,609.1	4,648.0	7,408.9	9,863.9	12,013.1	經營活動產生的現金流量淨額	15,527.5	13,420.3	20,258.5	14,173.9	25,449.7
商譽	306.3	4,953.8	6,192.3	7,740.4	9,675.4	購建及處置固定資產、無形資產和其他長期資產的現金流出淨額	6,644.0	5,949.7	11,516.4	11,516.4	11,516.4
資產合計	101,962.3	130,965.3	136,498.9	154,368.1	169,847.5	其他	1,153.0	13,564.0	13,564.0	13,564.0	13,564.0
短期借款	12,596.4	26,799.5	26,799.5	33,499.4	41,874.2	投資活動產生的現金流量淨額	-7,797	-19,514	-25,080	-25,080	-25,080
應付帳款及应付票據	14,061.7	16,806.6	15,650.2	19,382.3	18,464.0	分配股利、利潤或償付利息支付的現金	5,692.8	7,500.5	6,612.1	7,255.3	8,413.6
其他應付款	3,514.7	3,154.2	3,325.8	3,606.8	3,910.0	筹资活動產生的現金流量淨額	11,945.2	8,781.2	1,851.1	5,790.6	4,299.9
長期借款	5,380.2	9,298.2	10,228.0	11,250.8	11,813.4	現金及現金等價物淨增加額	19,646.9	2,107.9	(2,970.9)	(5,115.9)	4,669.2
負債合計	53,171.3	76,822.2	76,766.8	92,089.4	103,421.1	期初持有現金	11,433.6	31,080.5	33,188.4	30,217.6	25,101.7
歸屬於母公司股東權益	47,708.3	50,267.9	53,030.6	52,751.0	54,072.5	期末持有現金	31,080.5	33,188.4	30,217.6	25,101.7	29,770.8
少數股東權益	1,082.7	3,875.2	6,701.5	9,527.7	12,353.9						
所有者權益合計	48,791.0	54,143.1	59,732.0	62,278.7	66,426.5						
負債和股東權益合計	101,962.3	130,965.3	136,498.9	154,368.1	169,847.5						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。