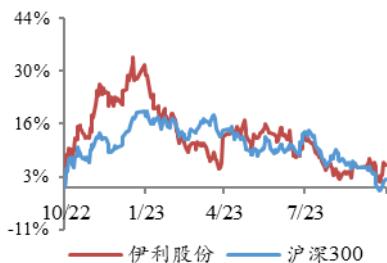


液态奶收入环比改善，利润端超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-31

收盘价（元）	26.67
近 12 个月最高/最低（元）	33.77/25.59
总股本（百万股）	6,366
流通股本（百万股）	6,305
流通股比例（%）	99.04
总市值（亿元）	1,698
流通市值（亿元）	1,682

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

10月30日晚，公司发布23年三季报，23年前三季度实现营业收入974.04亿元，同比增长3.77%，归母净利润93.8亿元，同比增长16.36%，扣非归母净利润为84.54亿元，同比增长11.51%。23年Q3实现营业收入312.07亿元，同比增长2.66%，归母净利润30.75亿元，同比增长59.44%，扣非归母净利润为26.57亿元，同比增长56.95%。

● 液态奶收入环比改善，经销商持续提升质量

1) **液态乳业务持续增长，冷饮产品降幅明显**: 23年前三季度各类产品收入同比去年均有增长，23年Q3液体乳保持增长态势，同比增长8.48%，环比改善明显，冷饮产品季节性影响，收入同比下降35.69%，奶粉及奶制品收入也略有减少，同比下降3.85%; 2) **经销直营均有增长，经销仍占首要地位**: 23年Q3经销和直营模式收入均有增长，分别同比提升2.6%和16.55%，经销模式占总收入比重达96.89%; 3) **华中地区高速增长，华东地区表现不佳**: 23年Q3华北/华南/华中/华东/其他地区营收分别同比增长6.9%/2.02%/14.99%/-13.61%/4.31%，华中地区实现双位数增长; 4) **各地经销商数量均有下降，华中华南地区尤为显著**: 23年Q3经销商数量净减1081个，总数量至19608个，华中/华南/华东/华北/其他地区分别减少334/308/195/143/101个，华中、华南等地区减少数量超过300个。

● 毛利率同比改善，公司控费效果显著

23年前三季度销售毛利率为33.1% (同比提升0.3PCT)，23年Q3毛利率为32.6% (同比提升1.7PCT)，主要系成本及产品结构改善。公司23年Q3销售费用率为17.9%，同比下降0.9PCT。公司23年Q3管理费用率为3.9%，同比下降0.7PCT，研发费用率为0.7%，同比下降0.1PCT。23年Q3公司归母净利润率为9.9%，同比提升3.5PCT，23年Q3公司扣非归母净利润率为8.5%，同比提升2.9PCT，盈利能力持续提升。

● 投资建议

液态奶收入环比改善，毛利率同比提升，公司控费效果显著，净利润业绩超预期，结合以上，我们调整业绩预期，预计23-25年营业收入同比增长分别为4.8%/9%/8.7%，23-25年归母净利润同比增长分别为14%/14.4%/14.7%，EPS分别为1.68/1.92/2.21元/股，(前值：预计23-25年营业收入同比增长分别为6.3%/9%/8.7%，23-25年归母净利润同比增长分别为13.3%/16%/15%，EPS分别为1.67/1.94/2.23元/股)，对应PE为16/14/12倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、区域扩张不及预期、新品放量不及预期，疫情反复带来动销压力，食品安全事件。

相关报告
1. 提升经营效率，坚守长期价值

2023-08-29

2.Q1 收入端超预期，盈利能力静待改善

2023-05-03

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	123171	129031	140612	152861
收入同比(%)	11.4%	4.8%	9.0%	8.7%
归属母公司净利润	9431	10753	12300	14114
净利润同比(%)	8.3%	14.0%	14.4%	14.7%
毛利率(%)	32.5%	32.8%	33.2%	33.7%
ROE(%)	18.8%	17.6%	16.8%	16.1%
每股收益(元)	1.48	1.68	1.92	2.21
P/E	20.95	15.87	13.88	12.09
P/B	3.95	2.80	2.33	1.95
EV/EBITDA	14.13	9.16	7.36	5.80

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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	61463	73738	91768	111547	营业收入	123171	129031	140612	152861
现金	33853	51118	68108	86823	营业成本	83119	86750	93987	101373
应收账款	3088	2346	2575	2845	营业税金及附加	742	710	745	810
其他应收款	200	177	193	209	销售费用	22908	22839	24748	26751
预付账款	1834	1735	1880	2027	管理费用	5343	5290	5624	6114
存货	14836	10695	11330	11943	财务费用	-255	-177	-97	-10
其他流动资产	7652	7667	7683	7699	资产减值损失	-792	-771	-872	-973
非流动资产	69502	67513	65448	63353	公允价值变动收益	94	61	50	42
长期投资	4563	4363	4163	3963	投资净收益	244	0	141	153
固定资产	33735	29924	26001	21984	营业利润	10860	12850	14581	16691
无形资产	4648	7627	10605	13582	营业外收入	61	23	68	72
其他非流动资产	26556	25600	24679	23824	营业外支出	291	300	300	300
资产总计	130965	141251	157216	174900	利润总额	10630	12573	14348	16464
流动负债	62170	60701	63324	65845	所得税	1312	1836	2066	2371
短期借款	26799	26799	26799	26799	净利润	9318	10737	12282	14093
应付账款	15926	15330	16995	18608	少数股东损益	-113	-16	-18	-21
其他流动负债	19444	18571	19530	20437	归属母公司净利润	9431	10753	12300	14114
非流动负债	14653	15703	16763	17833	EBITDA	14540	17622	19775	22059
长期借款	9298	10348	11408	12478	EPS (元)	1.48	1.68	1.92	2.21
其他非流动负债	5354	5354	5354	5354					
负债合计	76822	76403	80087	83677					
少数股东权益	3875	3859	3841	3820					
股本	6399	6366	6366	6366					
资本公积	14235	14235	14235	14235					
留存收益	29633	40387	52687	66801					
归属母公司股东权	50268	60988	73289	87403					
负债和股东权益	130965	141251	157216	174900					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	13420	20782	20564	22430					
净利润	9431	10753	12300	14114					
折旧摊销	4068	4928	5012	5041					
财务费用	1377	669	824	876					
投资损失	-244	0	-141	-153					
营运资金变动	-1813	3311	1373	1245					
其他经营现金流	11845	8564	12124	14177					
投资活动现金流	-19514	-3926	-3861	-3951					
资本支出	-5950	-3337	-3303	-3308					
长期投资	-13429	-650	-749	-838					
其他投资现金流	-135	61	191	195					
筹资活动现金流	8781	409	286	236					
短期借款	14203	0	0	0					
长期借款	3918	1050	1060	1070					
普通股增加	-1	-33	0	0					
资本公积增加	-33	0	0	0					
其他筹资现金流	-9306	-608	-774	-834					
现金净增加额	2108	17265	16990	18715					

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阅。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起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。如未经本公司授权, 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。