

**买入**

2023 年 10 月 31 日

**液奶业务加速恢复，盈利改善超预期**

- **三季度利润增长近六成：**23Q1-Q3 公司共计收入、净利润分别为 970.9/93.8 亿元，同比+3.8%/+16.4%，扣非净利润为 84.5 亿元，同比+11.5%。单 Q3 季度收入、净利润分别实现 311.1/30.8 亿元，同比+2.7%/+59.4%，扣非净利润为 26.6 亿元，同比+56.9%，利润增长超预期。
- **液体乳业务加速改善：**分业务看，23Q1-Q3 液态乳、奶粉及奶制品、冷饮产品、其它产品业务分别实现收入 654.3/199.2/103.8/4.7 亿元，同比+2.1%/+6.4%/+12.9%/+51.5%，单 Q3 季度分别实现 230.1/64.0/12.3/1.5 亿元，同比+8.5%/-3.9%/-35.7%/+44.4%。**液体乳业务**三季度受益于消费出行恢复及双节旺季带动，礼赠场景需求增加，带动期内终端动销及产品结构显著提升，预计单 Q3 单季度公司常温白奶实现同比接近双位数增长，低温液奶亦保持正增长，其中大单品金典预计同比大幅增长+20%以上，安慕希虽短期恢复仍在途，但已逐季形成改善趋势。**奶粉业务**受出生率下降及行业库存出清等影响，整体婴配粉行业今年以来面临挑战。三季度随国内二次配方注册制导致的小品牌加速出清情况已逐渐消退，预计公司近期婴配粉业务已逐月改善并重拾正增长。**奶酪业务**短期行业面临下行压力，公司 2C 业务持续承压，但 2B 业务保持稳健发展。**冷饮业务**受去年同期高基数及今年全国气温不高影响，期内动销低于预期。
- **费用投放稳中有降，盈利能力大幅提升：**23Q1-Q3 综合毛利率同比+0.3pct 至 32.9%，其中单 Q3 毛利率同比+1.6pct 至 32.4%，同比优化幅度较 Q1、Q2 大幅提高，主因成本端原奶及其它原辅料价格今年以来持续下行所致，此外三季度双节旺季显著推动公司高端产品动销，产品结构拉升对期内毛利率亦形成显著的正面贡献。费用方面，23Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.8/-0.1/0/0pct，其中单 Q3 分别同比-0.9/-0.7/-0.1/-0.2pct，各项费用投放效益提升。最终公司 23Q1-Q3 净利率为 9.7%，同比+1.0pct，单 Q3 净利率为 9.9%，同比+3.5pct。
- **目标价 36.4 元，买入评级：**公司于行业逆势环境下，整体业务保持稳健增长态势，且经过前期调整后经营层面逐季转好，预计 23Q4 有望延续较好发展态势。考虑到近期国内宏观经济指标形成逐步改善趋势，预计来年公司整体业务有望迎来更好发展。综上所述，我们预计公司 2023-2025 年分别有望实现净利润 107.2/122.6/140.0 亿元，给予目标价 37.55 元，相当于 2024 年盈利预测 19 倍 PE，距离当前有 36.5%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) 经济环境恢复不及预期。

黎航荣

Wayne.li@firstshanghai.com.hk

852 2532 1539

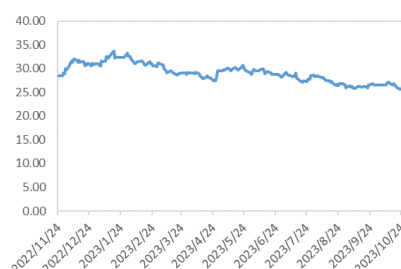
**主要数据**

行业	乳制品/食品饮料
股价	26.67 元
目标价	36.4 元 (+36.5%)
股票代码	600887
总股本	63.66 亿股
总市值	1697.89 亿元
52 周高/低	32.62 元/23.66 元
每股净资产	8.18 元
主要股东	呼和浩特投资有限责任公司 (8.46%)

**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	129,405	137,536	145,323
变动 (%)	14.2%	11.4%	5.1%	6.3%	5.7%
净利润 (百万元)	8,705	9,431	10,724	12,264	13,996
变动 (%)	23.0%	8.3%	13.7%	14.4%	14.1%
每股收益 (元)	1.43	1.48	1.68	1.92	2.19
市盈率@26.67元(倍)	18.7	18.0	15.9	13.9	12.2
每股派息 (元)	1.0	1.0	1.2	1.3	1.5
股息现价比 (%)	3.60%	3.90%	4.42%	5.05%	5.77%

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	129,404.6	137,536.5	145,323.2	盈利能力					
营业收入	110,144.0	122,698.0	128,907.6	137,008.2	144,765.1	毛利率 (%)	30.6%	32.3%	32.5%	33.0%	33.4%
毛利	33,727.3	39,579.5	41,850.5	45,257.9	48,346.0	营业利润率(%)	9.3%	8.9%	9.6%	10.3%	11.1%
营业总成本	101,194.0	112,678.3	117,577.6	124,015.5	129,899.7	归母净利率 (%)	7.9%	7.7%	8.3%	9.0%	9.7%
营业成本	76,416.7	83,118.5	87,057.1	91,750.4	96,419.1	ROA	10.1%	8.0%	7.9%	8.3%	8.6%
销售费用	19,314.8	22,908.2	23,654.4	25,319.1	26,539.5	ROE	22.0%	18.1%	18.5%	19.7%	21.2%
管理费用	4,227.1	5,342.8	5,534.3	5,824.7	6,061.0						
财务费用	(29.2)	(254.6)	(326.8)	(593.6)	(839.1)	营运表现					
营业利润	10,230.3	10,860.0	12,328.8	14,079.5	16,046.4	SG&A/收入 (%)	18.4%	19.7%	18.8%	18.4%	17.7%
营业外收入	58.2	60.9	64.0	68.0	71.8	实际税率 (%)	13.6%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
营业外支出	176.2	290.7	305.4	324.6	342.9	股息支付率 (%)	70.6%	70.3%	70.3%	70.3%	70.3%
利润总额	10,112.4	10,630.2	12,087.4	13,822.9	15,775.3						
所得税	1,380.3	1,312.0	1,491.8	1,706.0	1,947.0	库存周转天数	39.3	52.2	52.2	52.2	52.2
净利润	8,732.0	9,318.2	10,595.6	12,116.8	13,828.3	应付账款天数	61.4	67.8	67.8	67.8	67.8
归属母公司所有者的净利润	8,704.9	9,431.1	10,723.9	12,263.6	13,995.8	应收账款天数	6.4	8.0	8.0	8.0	8.0
基本每股收益	1.43	1.48	1.68	1.92	2.19						
						财务状况					
增长(%)						权益负债率	109.0%	141.9%	127.2%	144.3%	150.9%
营业收入	14.1%	11.4%	5.1%	6.3%	5.7%	收入/总资产	63.6%	52.7%	48.2%	47.2%	44.8%
经营利润	19.5%	6.2%	13.5%	14.2%	14.0%	资产负债率	52.1%	58.7%	56.0%	59.1%	60.1%
归母净利润	23.0%	8.3%	13.7%	14.4%	14.1%						
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	31,238.0	26,069.8	30,905.9	净利润	8,732.0	9,318.2	10,595.6	12,116.8	13,828.3
应收票据及应收账款	2,107.4	3,250.2	2,378.6	3,603.9	2,717.3	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	1,920.5	2,024.0	2,127.0	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	210.1	223.3	236.0	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	10,042.8	16,177.4	11,377.0	存货的减少	(837.7)	(3,889.3)	4,793.4	(6,134.6)	4,800.4
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)	871.6	(1,225.3)	886.6
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	(1,282.3)	3,025.2	(1,291.3)
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	20,606.6	14,374.9	25,790.3
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	136,725.0	153,826.5	169,047.5	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	26,799.5	33,499.4	41,874.2	投资活动产生的现金流量净额	5,692.8	7,500.5	6,604.7	7,508.7	8,587.3
应付账款及应付票据	14,061.7	16,806.6	15,524.4	18,549.6	17,258.2	分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,945.2	8,781.2	1,858.4	5,537.2	4,126.2
其他应付款	3,514.7	3,154.2	3,321.1	3,520.0	3,722.0	筹资活动产生的现金流量净额					
长期借款	5,380.2	9,298.2	10,228.0	11,250.8	11,813.4						
负债合计	53,171.3	76,822.2	76,552.0	90,858.4	101,662.3	现金及现金等价物净增加额	19,646.9	2,107.9	(2,615.3)	(5,168.2)	4,836.2
归属于母公司股东权益	47,708.3	50,267.9	53,471.6	53,440.4	55,031.2	期初持有现金	11,433.6	31,080.5	33,188.4	30,573.1	25,404.9
少数股东权益	1,082.7	3,875.2	6,701.5	9,527.7	12,353.9	期末持有现金	31,080.5	33,188.4	30,573.1	25,404.9	30,241.0
所有者权益合计	48,791.0	54,143.1	60,173.0	62,968.1	67,385.2						
负债和股东权益合计	101,962.3	130,965.3	136,725.0	153,826.5	169,047.5						

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。