

买入

2024年6月11日

液奶短期调整待改善，红利加回购政策提振信心

- 24Q1 收入增速放缓，成本下行驱动利润率提升：**2024 年一季度公司收入、净利润分别为 324.6/59.5 亿元，同比-2.6%/+64.7%，扣非净利润为 37.3 亿元，同比+7.97%，其中期内因处置非流动性资产产生一次性收益 25.6 亿元。期内公司毛利率 35.8%，同比+2pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.4/+0.3/0/-0.6pct，归母净利润率 18.2%，同比+7.4pct，扣非归母净利润率 11.5%，同比+1.5pct。
- 液奶业务短期承压，奶粉业务有望加速：**液体乳业务自 2024 年以来面临波动：春节期间，由于礼赠类产品需求旺盛，销售表现良好。然而，节后社会消费信心迅速下降，加之去年高基数的影响，公司业绩增速明显减缓。根据市场调研，行业淡季期间，公司通过提升渠道产品新鲜度和实施产品差异化策略，积极改善市场健康度。因此，我们预计二季度随着发货节奏的减缓，报表端可能继续面临压力。但是，随着下半年渠道信心的逐步提升和中秋国庆旺季的到来，公司业绩预计将恢复稳健增长。**奶粉业务**，尽管婴配粉在 24 年第一季度因高基数预计略有下滑，但终端动销表现优于报表端。鉴于 2024 年龙年生肖的加持，预计全国出生率同比将有所改善，同时行业清库存影响将消退，公司婴配粉全年有望实现较好的增长。**成人粉业务**，公司通过不断加大产品功能性创新和渠道拓展，近年来持续保持行业领先优势，预计未来将维持双位数以上的增速。**奶酪业务**短期内面临行业下行压力，2C 业务可能继续承压。今年，公司预计将通过产品创新解决品类单一问题，并通过持续拓展 2B 市场，促进业务的稳定增长。**冷饮业务**在 24 年第一季度保持了良好的增长势头。预计随着公司继续深耕下线城市市场、探索新的消费场景，以及东南亚国际市场的快速增长，冷饮业务未来将保持长期稳定的增速。
- 高分红叠加回购注销计划：**公司成功派发 2023 财年现金分红共计 76.4 亿元，占当年归母净利润比率为 73.3%，同比+2.9pct，至今公司已连续 5 年分红比率维持超 70%水平。基于公司长期业绩的稳健发展态势和良好的现金流状况，我们预计公司未来有望每年延续较高的分红计划。与此同时，公司宣告将以 10-20 亿元自有资金通过集中竞价交易方式，回购并注销公司股份，以此提升股东回报。截至报告期，公司尚未开始实施上述股份回购。
- 目标价 31.91 元，买入评级：**综上所述，我们预计公司 2024-2026 年分别有望实现净利润 135.5/126.8/140.4 亿元，给予目标价 31.91 元，相当于 2024 年盈利预测 15 倍 PE，距离当前有 17.9%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。

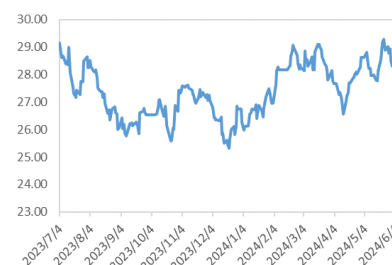
黎航荣
Wayne.li@firstshanghai.com.hk
852 2532 1539
主要数据

行业	乳制品/食品饮料
股价	27.06 元
目标价	31.91 元 (+17.9%)
股票代码	600887
总股本	63.66 亿股
总市值	1722.67 亿元
52 周高/低	28.42 元/24.14 元
每股净资产	9.28 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	2022历史	2023历史	2024预测	2025预测	2026预测
收入 (百万元)	123,171	126,179	129,717	135,516	141,390
变动 (%)	11.4%	2.4%	2.8%	4.5%	4.3%
净利润 (百万元)	9,431	10,429	13,545	12,682	14,040
变动 (%)	8.3%	10.6%	29.9%	-6.4%	10.7%
每股收益 (元)	1.48	1.64	2.13	1.99	2.21
市盈率@27.06元(倍)	18.3	16.5	12.7	13.6	12.3
每股派息 (元)	1.0	1.2	1.5	1.4	1.6
股息现价比 (%)	3.84%	4.43%	5.58%	5.23%	5.79%

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>					
	2022	2023	2024	2025	2026		2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业总收入	123,171.0	126,179.5	129,716.8	135,516.0	141,389.8	盈利能力					
营业收入	122,698.0	125,758.2	129,283.7	135,063.5	140,917.7	毛利率 (%)	32.3%	32.6%	33.3%	33.7%	34.1%
毛利	39,579.5	40,969.6	43,010.5	45,557.6	48,088.5	营业利润率 (%)	8.9%	9.4%	11.9%	10.7%	11.3%
营业总成本	112,678.3	113,944.3	116,576.0	120,716.2	125,042.3	归母净利润率 (%)	7.7%	8.3%	10.5%	9.4%	10.0%
营业成本	83,118.5	84,788.6	86,273.3	89,505.9	92,829.2	ROA	8.0%	7.3%	8.6%	7.9%	8.4%
销售费用	22,908.2	22,571.5	23,773.1	25,007.0	26,409.4	ROE	18.1%	18.5%	22.8%	21.1%	23.5%
管理费用	5,342.8	5,154.2	5,191.1	5,309.0	5,407.4	营运表现					
财务费用	(254.6)	(152.8)	(248.0)	(659.0)	(1,087.0)	SG&A/收入 (%)	19.7%	19.2%	19.4%	19.3%	19.3%
营业利润	10,860.0	11,873.3	15,380.0	14,417.7	15,950.6	实际税率 (%)	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
营业外收入	60.9	229.8	236.3	246.8	257.5	股息支付率 (%)	70.3%	73.3%	71.0%	71.0%	71.0%
营业外支出	290.7	382.0	392.7	410.2	428.0	库存周转天数	52.2	58.9	58.9	58.9	58.9
利润总额	10,630.2	11,721.2	15,223.6	14,254.3	15,780.1	应付账款天数	67.8	68.1	68.1	68.1	68.1
所得税	1,312.0	1,436.9	1,866.2	1,747.4	1,934.5	应收账款天数	8.0	9.5	9.5	9.5	9.5
净利润	9,318.2	10,284.3	13,357.4	12,506.9	13,845.6	财务状况					
基本每股收益	1.48	1.64	2.13	1.99	2.21	权益负债率	141.9%	164.5%	164.4%	171.8%	187.1%
增长 (%)						收入/总资产	52.7%	44.5%	41.7%	42.4%	42.9%
营业收入	11.4%	2.5%	2.8%	4.5%	4.3%	资产负债率	58.7%	62.2%	62.2%	63.2%	65.2%
经营利润	6.2%	9.3%	29.5%	-6.3%	10.6%						
归母净利润	8.3%	10.6%	29.9%	-6.4%	10.7%						
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>					
	2022	2023	2024	2025	2026		2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
货币资金	33,853.3	43,371.5	39,636.5	33,078.7	27,160.4	净利润	9,318.2	10,284.3	13,357.4	12,506.9	13,845.6
应收票据及应收账款	3,250.2	3,305.1	3,433.9	3,606.4	3,739.1	固定资产折旧	3,547.8	3,900.3	4,111.8	4,419.3	4,726.9
预付款项	1,833.6	1,480.1	1,506.0	1,562.4	1,620.4	无形资产摊销	204.5	235.2	263.3	276.5	289.6
其他应收款	200.0	194.7	200.1	209.1	218.2	长期待摊费用摊销	134.7	144.3	78.5	45.2	28.4
存货	14,836.2	12,511.8	15,315.0	13,554.5	16,386.9	存货的减少	(3,889.3)	1,789.5	(2,803.3)	1,760.6	(2,832.5)
固定资产	33,735.1	35,242.2	36,499.5	37,449.3	38,091.6	经营性应收项目的减少	(906.9)	(260.5)	(128.8)	(172.4)	(132.7)
在建工程	3,442.7	4,336.8	3,565.6	3,658.4	3,721.1	经营性应付项目的增加	2,783.0	(1,751.4)	2,521.1	(1,314.6)	2,554.9
无形资产	4,648.0	4,729.2	4,799.5	4,856.8	4,900.9	经营活动产生的现金流量净额	13,420.3	18,290.4	17,400.1	17,521.5	18,480.3
商誉	4,953.8	5,160.1	5,160.1	5,160.1	5,160.1	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	5,949.7	6,892.6	4,820.0	4,820.0	4,820.0
资产合计	130,965.3	151,620.3	158,292.4	159,972.9	168,693.4	其他	13,564.0	9,151.9	10,067.1	11,073.8	12,181.2
短期借款	26,799.5	39,754.9	39,754.9	39,754.9	39,754.9	投资活动产生的现金流量净额	-19,514	-16,044	-14,887	-15,894	-17,001
应付帐款及应付票据	16,806.6	14,839.6	17,360.7	16,046.2	18,601.1	分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,500.5	8,415.9	7,580.5	9,635.0	8,975.7
其他应付款	3,154.2	2,756.1	2,859.2	2,937.4	3,065.1	筹资活动产生的现金流量净额	8,781.2	7,258.5	(6,248.1)	(8,185.5)	(7,397.5)
长期借款	9,298.2	11,705.4	12,875.9	14,163.5	15,579.9	现金及现金等价物净增加额	2,107.9	9,623.7	(3,735.1)	(6,557.8)	(5,918.4)
负债合计	76,822.2	94,299.9	98,421.7	101,116.2	109,927.9	期初持有现金	31,080.5	33,188.4	42,812.1	39,077.0	32,519.2
归属于母公司股东权益	50,267.9	53,539.3	50,430.5	46,590.2	43,672.9	期末持有现金	33,188.4	42,812.1	39,077.0	32,519.2	26,600.9
少数股东权益	3,875.2	3,781.0	9,440.2	12,266.4	15,092.6						
所有者权益合计	54,143.1	57,320.4	59,870.7	58,856.7	58,765.6						
负债和股东权益合计	130,965.3	151,620.3	158,292.4	159,972.9	168,693.4						

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。