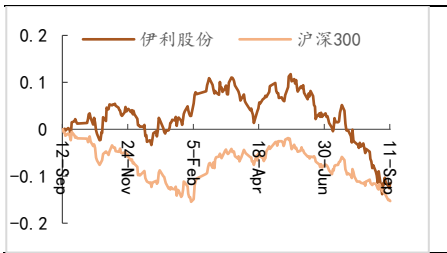


评级： 买入

赵瑞  
分析师  
SAC 执证编号：S0110522120001  
zhaorui@sczq.com.cn

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 最新收盘价（元）     | 22.23       |
| 一年内最高/最低价（元） | 28.25/21.48 |
| 市盈率（当前）      | 12.14       |
| 市净率（当前）      | 2.67        |
| 总股本（亿股）      | 63.66       |
| 总市值（亿元）      | 1,415.15    |

资料来源：聚源数据

相关研究

- 控费成效显著，长期价值显著

核心观点

- **事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 营业总收入 599.15 亿元，同比下降 9.49%；归母净利润 75.31 亿元，同比增长 19.44%；扣非归母净利润 53.24 亿元，同比下降 12.81%。对应 24Q2 营业总收入 273.38 亿元，同比下降 16.54%；归母净利润 16.08 亿元，同比下降 40.21%；扣非归母净利润 15.97 亿元，同比下降 35.61%。
- **液体乳及冷饮营收表现承压，奶粉及奶制品实现增长。**24H1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品营收分别为 368.87/145.09/73.22 亿元，同比-13.05%/+7.31%/-20.04%。1) 液体乳：上半年公司主动调整优化渠道库存，在出货节奏上相应放缓，截至 7 月底公司液奶渠道已基本调整到位，终端产品新鲜度得到明显改善，整体零售额市场份额继续稳居行业第一。2) 奶粉及奶制品：上半年公司婴幼儿奶粉业务实现快速增长，得益于未通过注册制的小品牌配方的逐步出清，以及公司陆续上市新品；成人奶粉也有较好表现，后续有望在品类及功能方面实现更多拓展。据尼尔森与星图数据，公司婴幼儿奶粉、成人奶粉零售额市场份额分别提升至 16.9%、24.3%，奶酪线下零售额市场份额约 18.8%，同比提升 1.2pct。3) 冷饮：上半年行业整体受到天气及上年基数较高影响有所下滑，公司冷饮业务稳居行业第一，且市场份额持续提升。
- **盈利能力有所提升。**24H1 公司毛利率为 35.02%，同比+1.65pct，主要受益于原奶成本趋于下行。24H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.41%/3.92%/0.57%/-0.55%，同比+1.86pct/-0.10pct/+0.05pct/-0.32pct，上半年销售费用率有所提升，主要由于液奶渠道调整带来一定的营销费用投入，以及控制出货节奏导致营收有所回落，规模效应未得到较好体现。24H1 公司归母净利率 12.57%，同比+3.04pct，盈利能力同比有所提升。
- **长期价值显著，重视股东回报。**上半年乳制品行业整体需求面临较大压力，公司对液奶渠道库存积极调整，基本达到预期成效，液奶业务回归至良性发展轨道，下半年在中秋国庆双节礼赠消费拉动下，有望实现较上半年更好的恢复，奶粉、奶酪等业务有望继续稳健增长。中长期看，公司作为行业龙头，自身品牌和渠道竞争优势明显，未来通过品类多元化布局以及海外市场开拓有望打开新空间，业绩持续稳健增长可期。此外，公司持续重视股东回报，未来仍将保持不低于 70%的分红率水平，对应当前股价测算公司股息率约 5.8%，高股息下配置价值凸显。
- **投资建议：**根据 2024 年上半年公司经营情况，我们调整盈利预测，预计 2024、2025、2026 年公司归母净利润分别为 116.8 亿元、119.5 亿元、126.2 亿元，同比分别增长 12%、2%、6%，当前股价对应 PE 分别为 12、12、11 倍。维持买入评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，食品安全风险。

### 盈利预测

|             | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营收 (亿元)     | 1261.8 | 1222.5 | 1285.6 | 1351.4 |
| 营收增速 (%)    | 2.4    | -3.1   | 5.2    | 5.1    |
| 归母净利润 (亿元)  | 104.3  | 116.8  | 119.5  | 126.2  |
| 归母净利润增速 (%) | 10.6   | 12.0   | 2.4    | 5.6    |
| EPS(元/股)    | 1.64   | 1.83   | 1.88   | 1.98   |
| PE          | 13.6   | 12.1   | 11.8   | 11.2   |

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元)      | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 现金流量表 (百万元)   | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------|--------|-------|-------|
| 流动资产             | 69355        | 61126        | 64349        | 70270        | 经营活动现金流       | 18290  | 14629  | 15280 | 15939 |
| 现金               | 43372        | 36322        | 38264        | 42860        | 净利润           | 10429  | 11676  | 11951 | 12621 |
| 应收账款             | 3085         | 2969         | 3123         | 3282         | 折旧摊销          | 4280   | 5170   | 5220  | 5275  |
| 其它应收款            | 195          | 189          | 198          | 209          | 财务费用          | 2225   | -400   | -450  | -500  |
| 预付账款             | 1480         | 1397         | 1470         | 1545         | 投资损失          | 31     | -1324  | -1324 | -1324 |
| 存货               | 12512        | 11804        | 12418        | 13050        | 营运资金变动        | 1554   | -331   | 46    | 39    |
| 其他               | 8389         | 8128         | 8548         | 8985         | 其它            | -84    | 0      | 2     | 2     |
| 非流动资产            | 82265        | 82600        | 82984        | 83514        | 投资活动现金流       | -16044 | -4181  | -4281 | -4481 |
| 长期投资             | 4408         | 4408         | 4408         | 4408         | 资本支出          | -6956  | -5505  | -5605 | -5805 |
| 固定资产             | 35242        | 36756        | 38199        | 39678        | 长期投资          | 5846   | 0      | 0     | 0     |
| 无形资产             | 11548        | 10398        | 9363         | 8432         | 其他            | -14935 | 1324   | 1324  | 1324  |
| 其他               | 22201        | 22201        | 22201        | 22201        | 筹资活动现金流       | 7258   | -17497 | -9057 | -6861 |
| 资产总计             | 151620       | 143726       | 147333       | 153784       | 短期借款          | 39755  | 31933  | 30979 | 32373 |
| 流动负债             | 76860        | 65090        | 65465        | 68224        | 长期借款          | 3859   | -2435  | 0     | 0     |
| 短期借款             | 39755        | 31933        | 30979        | 32373        | 其他            | 169    | -7639  | -8553 | -8755 |
| 应付账款             | 13799        | 13026        | 13705        | 14402        | 现金净增加额        | 9504   | -7049  | 1942  | 4596  |
| 其他               | 844          | 796          | 838          | 880          |               |        |        |       |       |
| 非流动负债            | 17440        | 17440        | 17440        | 17440        | <b>主要财务比率</b> |        |        |       |       |
| 长期借款             | 11705        | 11705        | 11705        | 11705        | 成长能力          |        |        |       |       |
| 其他               | 1106         | 1106         | 1106         | 1106         | 营业收入          | 2.4%   | -3.1%  | 5.2%  | 5.1%  |
| 负债合计             | 94300        | 82530        | 82905        | 85664        | 营业利润          | 9.3%   | 12.0%  | 2.4%  | 5.6%  |
| 少数股东权益           | 3781         | 3620         | 3454         | 3280         | 归属母公司净利润      | 10.6%  | 12.0%  | 2.4%  | 5.6%  |
| 归属母公司股东权益        | 53539        | 57576        | 60974        | 64840        | 获利能力          |        |        |       |       |
| 负债和股东权益          | 151620       | 143726       | 147333       | 153784       | 毛利率           | 32.8%  | 34.5%  | 34.5% | 34.5% |
|                  |              |              |              |              | 净利率           | 8.3%   | 9.6%   | 9.3%  | 9.3%  |
|                  |              |              |              |              | ROE           | 19.5%  | 20.3%  | 19.6% | 19.5% |
|                  |              |              |              |              | ROIC          | 9.1%   | 10.6%  | 10.6% | 10.7% |
| <b>利润表 (百万元)</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | 偿债能力          |        |        |       |       |
| 营业收入             | 126179       | 122249       | 128559       | 135135       | 资产负债率         | 62.2%  | 57.4%  | 56.3% | 55.7% |
| 营业成本             | 84789        | 80043        | 84210        | 88496        | 净负债比率         | 35.5%  | 30.4%  | 29.0% | 28.7% |
| 营业税金及附加          | 733          | 710          | 746          | 785          | 流动比率          | 0.90   | 0.94   | 0.98  | 1.03  |
| 营业费用             | 22572        | 22616        | 24041        | 25270        | 速动比率          | 0.74   | 0.76   | 0.79  | 0.84  |
| 研发费用             | 850          | 733          | 771          | 811          | 营运能力          |        |        |       |       |
| 管理费用             | 5154         | 4890         | 5271         | 5541         | 总资产周转率        | 0.83   | 0.85   | 0.87  | 0.88  |
| 财务费用             | -153         | -400         | -450         | -500         | 应收账款周转率       | 38.50  | 37.68  | 39.37 | 39.36 |
| 资产减值损失           | -1686        | -1686        | -1686        | -1686        | 应付账款周转率       | 5.36   | 5.55   | 5.86  | 5.86  |
| 公允价值变动收益         | 278          | 278          | 278          | 278          | 每股指标(元)       |        |        |       |       |
| 投资净收益            | 1046         | 1046         | 1046         | 1046         | 每股收益          | 1.64   | 1.83   | 1.88  | 1.98  |
| 营业利润             | 11873        | 13295        | 13608        | 14371        | 每股经营现金        | 2.87   | 2.30   | 2.40  | 2.50  |
| 营业外收入            | 230          | 230          | 230          | 230          | 每股净资产         | 8.41   | 9.04   | 9.58  | 10.19 |
| 营业外支出            | 382          | 382          | 382          | 382          | 估值比率          |        |        |       |       |
| 利润总额             | 11721        | 13143        | 13456        | 14219        | P/E           | 13.6   | 12.1   | 11.8  | 11.2  |
| 所得税              | 1437         | 1628         | 1670         | 1773         | P/B           | 2.6    | 2.5    | 2.3   | 2.2   |
| 净利润              | 10284        | 11515        | 11786        | 12446        |               |        |        |       |       |
| 少数股东损益           | -144         | -161         | -165         | -175         |               |        |        |       |       |
| 归属母公司净利润         | 10429        | 11676        | 11951        | 12621        |               |        |        |       |       |
| EBITDA           | 15621        | 18065        | 18379        | 19147        |               |        |        |       |       |
| EPS (元)          | 1.64         | 1.83         | 1.88         | 1.98         |               |        |        |       |       |

## 分析师简介

赵瑞，食品饮料及农业行业分析师，复旦大学金融硕士，曾就职于国泰君安证券，2022年11月加入首创证券研究发展部。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

|   | 评级     | 说明                     |
|---|--------|------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准<br>投资评级分为股票评级和行业评级<br><br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准 | 股票投资评级 | 买入 相对沪深300指数涨幅15%以上    |
|   |        | 增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 |
|   |        | 中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 |
|   |        | 减持 相对沪深300指数跌幅5%以上     |
| 2. 投资建议的评级标准<br>报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准  | 行业投资评级 | 看好 行业超越整体市场表现          |
|   |        | 中性 行业与整体市场表现基本持平       |
|   |        | 看淡 行业弱于整体市场表现          |