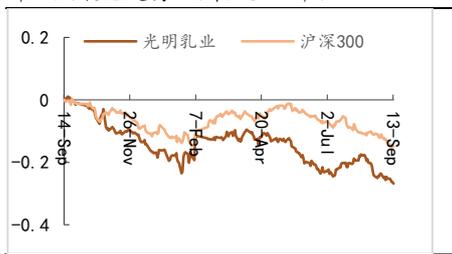


评级： 增持

核心观点

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)	7.41
一年内最高/最低价 (元)	10.32/7.38
市盈率 (当前)	11.23
市净率 (当前)	1.15
总股本 (亿股)	13.78
总市值 (亿元)	102.14

资料来源：聚源数据

相关研究

· 产品持续创新，期待后续改善

- **事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 营业收入 127.14 亿元，同比下降 10.08%；归母净利润 2.80 亿元，同比下降 17.03%；扣非归母净利润 3.48 亿元，同比增长 10.05%。对应 24Q2 营业收入 62.97 亿元，同比下降 10.92%；归母净利润 1.08 亿元，同比下降 28.19%；扣非归母净利润 1.63 亿元，同比增长 14.78%。
- **上半年营收有所承压，大本营护城河较为稳固。**1) 分产品：24H1 液态奶/其他乳制品/牧业产品/其他营收分别为 72.31/40.92/6.00/7.49 亿元，同比-9.67%/-2.33%/-42.99%/-7.49%。上半年国内乳制品整体需求面临承压，公司液态奶、其他乳制品营收同比回落；牧业产品营收下降较明显，主要由于受到市场行情影响，饲料业务收入下降。2) 分地区：24H1 上海/外地/境外营收分别为 37.48/50.63/38.61 亿元，同比-5.75%/-19.87%/+2.63%。公司在上海大本营构建出较为稳固的护城河，上海地区营收降幅小于外地。3) 分渠道：24H1 直营/经销营收分别为 27.87/97.94 亿元，同比-14.93%/-8.32%。经销商数量方面，截至 24H1 末，上海/外地分别为 494/3797 个，较 23 年末分别+33/-145 个。
- **扣非归母净利率同比提升。**24H1 公司毛利率为 19.83%，同比-0.29pct，毛利率同比小幅下降，预计上半年在行业需求较为低迷背景下，公司产品促销力度有所扩大。24H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.69%/3.67%/0.35%/1.00%，同比-0.48/+0.30/+0.07/+0.23pct。24H1 公司归母净利率 2.21%，同比-0.18pct，24H1 扣非归母净利率 2.74%，同比+0.50pct。
- **深耕领鲜战略，推进渠道下沉。**产品方面，公司深耕“领鲜”战略，在新鲜牛奶板块，头部持续提升致优品牌高端鲜奶定位，腰部持续巩固优倍鲜奶品牌龙头地位，以及加快基础鲜奶的市场渗透；在新鲜酸奶板块，如实、畅优、基础酸奶持续提升产品力。同时，公司坚持产品创新，不断满足消费者需求，上半年推出包括光明优倍有机鲜牛奶、致优原生 DHA 等在内的 34 款新品。渠道方面，公司不断加强渠道和网点建设，推动渠道拓展和网点下沉，区域布局上强调做透上海，做实华东；在稳固传统渠道的基础上，积极探索新兴渠道，加大电商渠道布局建设，针对不同类型的电商平台打造相应增长策略。公司后续经营改善值得期待。
- **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 4.8 亿元、5.4 亿元、6.0 亿元，同比分别-50%、12%、12%，当前股价对应 PE 分别为 21、19、17 倍。维持增持评级。
- **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)	264.9	246.5	255.9	265.7
营收增速 (%)	-6.1	-6.9	3.8	3.8
归母净利润 (亿元)	9.7	4.8	5.4	6.0
归母净利润增速 (%)	168.2	-50.2	11.7	12.4
EPS(元/股)	0.70	0.35	0.39	0.44
PE	10.6	21.2	19.0	16.9

资料来源: Wind, 首创证券

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 投资评级分为股票评级和行业评级 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 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