

买入

2024年11月4日

调整结束收入压力缓解，单季度利润增长超预期

- **24Q3 业绩环比大幅改善：**2024 年前三季度公司共实现收入、净利润分别为 887.3/108.7 亿元，同比-8.6%/+15.9%，扣非净利润为 85.09 亿元，同比+4.6%。24Q3 单季度公司收入、净利润分别为 290.4/33.4 亿元，同比-6.7%/+8.5%，扣非净利润为 31.8 亿元，同比+13.4%。
- **渠道调整工作宣告收尾：**2024 年前三季度，公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品/其他产品分别实现收入 575.2/213.3/83.4/5.9 亿元，同比分别 -12.1%/+7.1%/-19.6%/+25.4%。24Q3 单季度分别实现收入 206.4/68.2/10.2/1.8 亿元，同比分别-10.3%/+6.6%/-16.7%/+22.7%。24Q3 液体乳及冷饮业务降幅均较 24Q2 环比显著收缩，其中主要品类常温液奶于 7 月份顺利完成渠道调整收尾工作，8-9 月份渠道库存已至健康水平，后续轻装上阵静待终端消费需求改善，公司业务经营层面有望进一步提速。24Q3 奶粉业务逆势保持正增长，预计其中婴配粉同比增速超双位数，成人粉继续保持行业领先地位。
- **盈利改善超预期：**2024 年前三季度公司毛利率 34.9%，同比+2.5pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.6/-0.2/+0.1/-0.4pct，归母净利润率/扣非归母净利润率分别为 12.2%/9.6%，同比分别+2.6/+0.9pct。24Q3 单季度公司毛利率 34.8%，同比+1.9pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.1/-0.4/+0.1/-0.5pct，归母净利润率/扣非归母净利润率分别为 11.5%/11.0%，同比分别+1.6/+2.4pct。期内销售费率大幅提升，预计主要受去库工作造成部分收入端负面影响，但在今年公司进行奥运营销投放及对渠道调整情况下，其销售费用总额仍得到良好控制。逆境环境下，受益于 1) 原材料成本下行、2) 买赠促销力度收缩、3) 产品结构优化等因素，公司期内毛销差同比+1.4pct 至 15.8%，主业盈利能力实现大幅改善。展望未来，考虑到目前上游行业仍处于产能过剩并加速出清阶段，我们预计未来国内生鲜乳价格仍继续承压，至明年下半年或有望逐渐企稳，故短期内公司成本红利犹存。此外 2024 年前三季度公司计提资产减值准备并影响报表端利润总额共计 10.6 亿元，其中受喷粉及产成品减值等影响，确认跌价损失共计 6.4 亿元。我们预计后续若随上游行业供需逐步改善，公司存货减值压力有望逐渐得到缓解。
- **目标价 35.87 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 120.1/114.2/124.8 亿元，给予目标价 35.87 元，相当于 2025 年盈利预测 20 倍 PE，距离当前有 26.7%预期涨幅，2025 年股息预测现价比为 4.5%，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

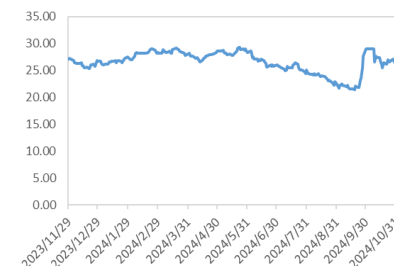
主要数据

行业	乳制品/食品饮料
股价	28.30 元
目标价	35.87 元 (+26.7%)
股票代码	600887
总股本	63.66 亿股
总市值	1801.57 亿元
52 周高/低	31.96 元/21.13 元
每股净资产	8.83 元
主要股东	呼和浩特投资有限责任公司 (8.52%)

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	119,458	124,750	129,938
变动 (%)	11.4%	2.4%	-5.3%	4.4%	4.2%
净利润 (百万元)	9,431	10,429	12,009	11,416	12,480
变动 (%)	8.3%	10.6%	15.2%	-4.9%	9.3%
每股收益 (元)	1.48	1.64	1.89	1.79	1.96
市盈率@28.3元(倍)	19.1	17.3	15.0	15.8	14.4
每股派息 (元)	1.0	1.2	1.3	1.3	1.4
股息现价比 (%)	3.7%	4.2%	4.7%	4.5%	4.9%

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

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	119,457.9	124,750.0	129,938.1	盈利能力					
营业收入	122,698.0	125,758.2	119,059.1	124,333.5	129,504.2	毛利率(%)	32.3%	32.6%	34.5%	35.0%	35.4%
毛利	39,579.5	40,969.6	41,124.5	43,490.6	45,875.0	营业利润率(%)	8.9%	9.4%	11.5%	10.4%	10.9%
营业总成本	112,678.3	113,944.3	106,952.6	111,351.8	115,323.4	归母净利润率(%)	7.7%	8.3%	10.1%	9.2%	9.6%
营业成本	83,118.5	84,788.6	77,934.6	80,842.9	83,629.2	ROA	8.0%	7.3%	7.8%	7.2%	7.7%
销售费用	22,908.2	22,571.5	23,156.2	24,480.4	25,560.3	ROE	18.1%	18.5%	20.4%	19.4%	21.6%
管理费用	5,342.8	5,154.2	4,764.9	4,951.3	5,123.8	营运表现					
财务费用	(254.6)	(152.8)	(504.3)	(558.3)	(607.6)	SG&A/收入(%)	19.7%	19.2%	20.3%	20.4%	20.2%
营业利润	10,860.0	11,873.3	13,742.7	12,964.8	14,164.9	实际税率(%)	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
营业外收入	60.9	229.8	217.6	227.2	236.7	股息支付率(%)	70.3%	73.3%	71.0%	71.0%	71.0%
营业外支出	290.7	382.0	476.2	373.0	388.5	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	13,484.1	12,819.0	14,013.0	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	1,653.0	1,571.5	1,717.8	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	11,831.1	11,247.6	12,295.2	财务状况					
净利润	9,431.1	10,428.5	12,008.5	11,416.3	12,479.6	权益负债率	141.9%	164.5%	161.5%	176.0%	186.5%
基本每股收益	1.48	1.64	1.89	1.79	1.96	收入/总资产	52.7%	44.5%	39.0%	39.9%	40.4%
						资产负债率	58.7%	62.2%	61.8%	63.8%	65.1%
增长(%)											
营业收入	11.4%	2.5%	-5.3%	4.4%	4.2%						
经营利润	6.2%	9.3%	15.7%	-5.7%	9.3%						
归母净利润	8.3%	10.6%	15.2%	-4.9%	9.3%						
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	38,188.0	31,366.9	24,899.5	净利润	9,318.2	10,284.3	11,831.1	11,247.6	12,295.2
应收票据及应收账款	3,250.2	3,305.1	2,901.0	3,580.0	3,170.5	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	1,360.4	1,411.2	1,459.8	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	184.3	192.5	200.5	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	12,625.5	13,449.8	13,524.2	存货的减少	(3,889.3)	1,789.5	(113.7)	(824.4)	(74.4)
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)	404.1	(679.1)	409.5
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)	(591.2)	1,676.6	(636.7)
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	15,984.0	16,161.8	17,038.6
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	153,460.0	157,962.3	162,823.0	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
应付账款及应付票据	16,806.6	14,839.6	14,248.5	15,925.1	15,288.4	分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,500.5	8,415.9	7,612.9	8,538.6	8,083.1
其他应付款	3,154.2	2,756.1	2,578.0	2,652.2	2,757.8	筹资活动产生的现金流量净额	8,781.2	7,258.5	(6,280.5)	(7,089.1)	(6,504.9)
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	(5,183.6)	(6,821.0)	(6,467.4)
负债合计	76,822.2	94,299.9	94,778.0	100,722.1	105,987.5	期初持有现金	31,080.5	33,188.4	42,812.1	37,628.5	30,807.5
归属于母公司股东权益	50,267.9	53,539.3	49,241.7	44,973.8	41,742.9	期末持有现金	33,188.4	42,812.1	37,628.5	30,807.5	24,340.1
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	58,681.9	57,240.2	56,835.5						
负债和股东权益合计	130,965.3	151,620.3	153,460.0	157,962.3	162,823.0						

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。