

股东回报预期提升，经营能力持续向好

核心观点

- 首次中期分红，重视股东回报。**公司上市后首次实施中期分红方案，向全体股东每10股派发现金红利0.35元（含税）。预计24年全年分红频次、分红率均提升，股东回报预期提升。公司五年规划提出净利率倍增，其中一个重要抓手是降低负债率及财务费用率，因此对现金流有一定占用。长期来看，公司分红率有较大提升空间。
- 产品结构快速提升，盈利能力向好。**公司产品结构提升速度业内领先：分品类来看，24年前三季度，低温鲜奶和低温酸奶预计均有双位数左右收入增长；分产品看，预计前三季度唯品、24H黄金以上系列、今日鲜奶铺等中高端产品均呈现双位数以上收入增速，带动产品结构提升，前三季度毛利率同比提升1.7pct。此外，24年以来公司在DTC渠道取得良性成长，助推低温品类快速增长。我们预计25年奶价或仍有小幅跌幅，公司将继续享受成本红利；产品结构仍在持续升级中，或继续贡献毛利率增长；预计25年净利率将同比正增长。
- 坚定执行五年规划，推进公司高质量发展。**公司五年规划提到23-27年净利率翻番，当前来看公司执行力强，净利率提升情况符合规划。预计未来继续提升的动力在于：1）产品结构继续升级，高端低温产品将维持较快增速；2）负债率降低，财务费率降低；3）其他费用控制等。此外，公司重视研发，积极推新，新品维持双位数以上收入占比，有利于提升公司市场竞争力。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2024-2026年每股收益分别为0.66、0.78、0.97元（原预测24-25年为0.74、0.96元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为2025年的22倍市盈率，对应目标价为17.16元，维持买入评级。

风险提示

产品结构升级不及预期、子公司成长不及预期、商誉减值、食品饮料黑天鹅事件风险。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年02月19日）	14.63元
目标价格	17.16元
52周最高价/最低价	16.58/7.86元
总股本/流通A股（万股）	86,067/85,158
A股市值（百万元）	12,592
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025年02月20日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	4.12	-4.18	17.57	51.29
相对表现%	3.6	-7.53	18.49	35.53
沪深300%	0.52	3.35	-0.92	15.76



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524090006

相关报告

五年规划指明前路，区域龙头笃志前行 2023-12-26

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,006	10,987	11,161	11,844	12,507
同比增长(%)	11.6%	9.8%	1.6%	6.1%	5.6%
营业利润(百万元)	403	508	684	812	1,029
同比增长(%)	9.6%	26.0%	34.6%	18.8%	26.6%
归属母公司净利润(百万元)	361	431	564	673	833
同比增长(%)	15.7%	19.3%	30.9%	19.3%	23.8%
每股收益（元）	0.42	0.50	0.66	0.78	0.97
毛利率(%)	24.0%	26.9%	28.7%	29.2%	29.5%
净利率(%)	3.6%	3.9%	5.1%	5.7%	6.7%
净资产收益率(%)	14.0%	17.0%	18.9%	17.9%	18.6%
市盈率	34.9	29.2	22.3	18.7	15.1
市净率	5.0	4.9	3.7	3.1	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

根据 24 年前三季度数据，对 24-25 年下调收入，上调毛利率。我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.66、0.78、0.97 元（原预测 24-25 年为 0.74、0.96 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 22 倍市盈率，对应目标价为 17.16 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
		2025/2/18	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
光明乳业	600597	8.18	0.70	0.32	0.38	0.43	11.66	25.33	21.30	19.20
蒙牛乳业	02319	16.16	1.23	1.05	1.26	1.38	13.16	15.39	12.83	11.72
熊猫乳品	300898	25.11	0.88	0.86	0.98	1.02	28.56	29.10	25.73	24.71
均瑶健康	605388	6.08	0.10	0.10	0.12	0.14	63.40	62.68	50.71	42.28
伊利股份	600887	28.10	1.64	1.88	1.79	1.94	17.15	14.93	15.67	14.46
天润乳业	600419	8.81	0.44	0.18	0.36	0.54	19.86	48.46	24.60	16.46
	调整后平均							30	22	19

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

产品结构升级不及预期。若低温业务/中高端产品增速放缓，可能导致产品结构升级不及预期，或对公司业绩、估值产生不利影响。

子品牌成长不及预期风险。公司核心战略从外延并购转向内生增长。若母子品牌磨合进度较慢，多个子公司业绩增长不及预期，可能对公司业绩、估值产生不利影响。

商誉减值风险。因公司多年来通过外延并购方式取得多家子公司股权，导致商誉数额较大。若商誉发生减值，将对公司盈利、估值产生不利影响。

食品饮料黑天鹅事件。若行业出现黑天鹅事件，可能对公司估值造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	494	440	1,635	2,549	3,398	营业收入	10,006	10,987	11,161	11,844	12,507
应收票据、账款及款项融资	580	610	698	734	775	营业成本	7,601	8,035	7,960	8,383	8,823
预付账款	186	82	112	154	163	营业税金及附加	46	52	56	59	63
存货	800	712	828	863	909	销售费用	1,357	1,678	1,720	1,813	1,880
其他	85	159	77	87	99	管理费用及研发费用	517	517	545	565	567
流动资产合计	2,145	2,002	3,349	4,387	5,344	财务费用	148	162	147	149	152
长期股权投资	489	538	538	538	538	资产、信用减值损失	36	26	(5)	23	15
固定资产	2,807	2,883	2,967	2,935	2,857	公允价值变动收益	29	23	0	0	0
在建工程	117	89	88	86	85	投资净收益	52	6	(15)	0	0
无形资产	776	681	664	646	628	其他	21	(38)	(40)	(40)	21
其他	3,156	2,744	2,685	2,832	3,130	营业利润	403	508	684	812	1,029
非流动资产合计	7,345	6,936	6,942	7,037	7,238	营业外收入	7	9	10	9	9
资产总计	9,490	8,938	10,291	11,424	12,582	营业外支出	4	8	30	14	17
短期借款	828	916	800	800	800	利润总额	406	509	664	807	1,020
应付票据及应付账款	958	925	1,114	1,174	1,253	所得税	44	71	93	113	143
其他	2,476	2,177	2,552	2,899	3,188	净利润	362	438	571	694	878
流动负债合计	4,261	4,018	4,467	4,872	5,241	少数股东损益	1	7	7	21	45
长期借款	1,595	1,367	1,333	1,276	1,249	归属于母公司净利润	361	431	564	673	833
应付债券	671	699	700	730	760	每股收益（元）	0.42	0.50	0.66	0.78	0.97
其他	298	215	290	330	340						
非流动负债合计	2,563	2,280	2,323	2,336	2,349	主要财务比率					
负债合计	6,825	6,299	6,790	7,209	7,590		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	147	82	89	111	155	成长能力					
实收资本（或股本）	867	866	861	861	861	营业收入	11.6%	9.8%	1.6%	6.1%	5.6%
资本公积	546	518	521	521	521	营业利润	9.6%	26.0%	34.6%	18.8%	26.6%
留存收益	1,431	1,790	2,223	2,727	3,358	归属于母公司净利润	15.7%	19.3%	30.9%	19.3%	23.8%
其他	(325)	(616)	(194)	(4)	96	获利能力					
股东权益合计	2,665	2,639	3,501	4,216	4,992	毛利率	24.0%	26.9%	28.7%	29.2%	29.5%
负债和股东权益总计	9,490	8,938	10,291	11,424	12,582	净利率	3.6%	3.9%	5.1%	5.7%	6.7%
						ROE	14.0%	17.0%	18.9%	17.9%	18.6%
现金流量表						ROIC	7.0%	8.7%	10.5%	10.6%	11.5%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	362	438	571	694	878	资产负债率	71.9%	70.5%	66.0%	63.1%	60.3%
折旧摊销	346	304	323	351	375	净负债率	143.3%	122.7%	62.8%	36.9%	18.3%
财务费用	148	162	147	149	152	流动比率	0.50	0.50	0.75	0.90	1.02
投资损失	(52)	(6)	15	0	0	速动比率	0.32	0.32	0.56	0.72	0.85
营运资金变动	(82)	333	57	(19)	61	营运能力					
其它	312	326	586	190	10	应收账款周转率	16.8	18.6	17.2	16.7	16.7
经营活动现金流	1,034	1,557	1,699	1,364	1,476	存货周转率	10.2	10.6	10.3	9.9	10.0
资本支出	(395)	(199)	(469)	(445)	(475)	总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
长期投资	(26)	(53)	4	0	0	每股指标（元）					
其他	(232)	(335)	37	0	0	每股收益	0.42	0.50	0.66	0.78	0.97
投资活动现金流	(653)	(587)	(429)	(445)	(475)	每股经营现金流	1.19	1.80	1.97	1.58	1.71
债权融资	1,075	(783)	291	313	203	每股净资产	2.93	2.97	3.96	4.77	5.62
股权融资	7	(29)	(2)	0	0	估值比率					
其他	(1,550)	(134)	(364)	(318)	(354)	市盈率	34.9	29.2	22.3	18.7	15.1
筹资活动现金流	(469)	(946)	(75)	(5)	(151)	市净率	5.0	4.9	3.7	3.1	2.6
汇率变动影响	2	(9)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	17.8	16.4	13.8	12.2	10.3
现金净增加额	(86)	15	1,196	914	849	EV/EBIT	29.0	23.8	19.2	16.6	13.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。