

投资评级 优于大市 维持

新晋“百亿”乳企，“鲜战略”引领稳健增长

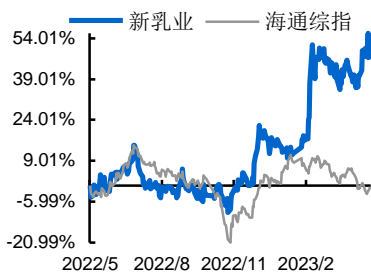
股票数据

05月04日收盘价(元)	17.24
52周股价波动(元)	10.15-17.98
总股本/流通A股(百万股)	867/845
总市值/流通市值(百万元)	14940/14574

相关研究

《22H1 收入增长稳健,鲜战略优势持续扩大》 2022.08.31
《新鲜一代的选择,立足西南迈向全国》 2022.06.22

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.4	-2.6	30.7
相对涨幅(%)	0.7	-1.6	34.4

资料来源:海通证券研究所

分析师:颜慧菁

Tel:(021)23154181

Email:yhj12866@haitong.com

证书:S0850520020001

分析师:程碧升

Tel:(021)23154171

Email:cbs10969@haitong.com

证书:S0850520100001

分析师:张宇轩

Tel:(021)23154172

Email:zyx11631@haitong.com

证书:S0850520050001

联系人:张嘉颖

Tel:(021)23154019

Email:zjy14705@haitong.com

投资要点:

- 事件.**公司发布2022年年报:2022年公司突破百亿大关,实现总营收100.06亿元,同比+11.6%,归母净利润3.62亿元,同比+15.8%,其中Q4单季公司实现营业总收入25.27亿元,同比+9.0%,归母净利润5129万元,同比-8.8%。

公司发布2023年一季报:23Q1公司实现营业总收入25.21亿元,同比+8.8%,归母净利润6108万元,同比+40.6%。

- “鲜战略”引领稳健增长,低温大单品表现亮眼。分产品:**22年公司液体乳及乳制品制造业实现量价齐升,收入同比+5.6%(量+4.2%,价+1.4%),其中液体乳/奶粉收入分别同比+5.7%/-2.9%。22年公司低温产品表现优于行业,新品年收入贡献率超过10%:1)低温鲜奶实现同比双位数增长,全国市占率超过10%,其中今日鲜奶铺、朝日唯品有机系列高速增长,营收均同比增长超过200%，“24小时黄金营养乳”收入同比增长近50%;2)低温酸奶在行业下行环境下逆势增长。

- 华东市场表现亮眼,直销渠道快速增长。分地区:**22年华东地区营收同比+31.5%,营收占比同比+4.37pct至28.8%,我们认为或与新品拓张成功有关,西南/华北/西北地区营收分别同比+3.1%/-7.8%/+0.5%,营收占比分别为37.2%/8.0%/14.4%。**分渠道:**22年公司直销/经销渠道分别同比+19.8%/-8.8%,营收占比分别同比+3.48pct/-8.45pct至50.7%/37.8%。

- 23Q1 毛利率同比回升,降本增效释放利润弹性。**22年公司毛利率同比-0.52pct至24.0%,我们认为主因奶粉业务毛利率下行与低毛利率其他业务占比提升;液态奶/奶粉/其他业务毛利率分别同比+1.32pct/-4.98pct/-12.50pct至26.1%/28.3%/8.5%。22年公司归母净利率同比+0.13pct至3.6%,主要受益于:1)销售费用率同比-0.36pct,其中广告及营销/人工成本费用率分别同比-0.21pct/-0.23pct;2)管理费用率同比-0.80pct,其中人工成本费用率同比-0.58pct。**23Q1**公司毛利率/归母净利率分别同比+3.06pct/+0.55pct至27.1%/2.4%,销售/管理/期间费用率分别同比+0.88pct/-0.84pct/+0.29pct至15.5%/4.4%/22.0%,我们认为23Q1归母净利率提升主要系产品结构升级及原奶成本回落,随着公司进一步加强费用管控,利润弹性有望逐步释放。

- 盈利预测与投资建议。**我们维持预计公司2023-2025年EPS分别为0.62、0.75、0.91元/股。参考可比公司估值,我们给予公司2023年25-30倍PE,对应合理价值区间为15.38-18.46元,维持“优于大市”评级。

- 风险提示。**原材料成本波动,行业竞争加剧,食品安全问题。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8967	10006	11600	13083	14724
(+/-)YoY(%)	32.9%	11.6%	15.9%	12.8%	12.5%
净利润(百万元)	312	362	533	654	793
(+/-)YoY(%)	15.2%	15.8%	47.5%	22.7%	21.2%
全面摊薄EPS(元)	0.36	0.42	0.62	0.75	0.91
毛利率(%)	24.6%	24.0%	24.6%	25.0%	25.3%
净资产收益率(%)	11.8%	14.4%	18.1%	18.9%	19.3%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600887	伊利股份	29.85	1910	1.47	1.74	2.03	20	17	15
2319	蒙牛乳业	32.80	1297	1.34	1.58	1.85	20	17	15
600597	光明乳业	10.85	150	0.26	0.48	0.54	41	23	20
	均值			1.03	1.26	1.48	27	19	16

注：收盘价为 2023 年 5 月 4 日价格，估值为 Wind 一致预期。
资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	10006	11600	13083	14724
每股收益	0.42	0.62	0.75	0.91	营业成本	7601	8741	9815	11001
每股净资产	2.91	3.40	4.00	4.73	毛利率%	24.0%	24.6%	25.0%	25.3%
每股经营现金流	1.19	1.30	1.45	1.64	营业税金及附加	46	53	60	67
每股股利	0.09	0.12	0.15	0.19	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	1357	1561	1761	1981
P/E	39.67	26.90	21.92	18.09	营业费用率%	13.6%	13.5%	13.5%	13.5%
P/B	5.69	4.87	4.14	3.50	管理费用	470	510	575	647
P/S	1.43	1.24	1.10	0.97	管理费用率%	4.7%	4.4%	4.4%	4.4%
EV/EBITDA	15.62	15.17	12.82	10.73	EBIT	502	731	862	1008
股息率%	0.5%	0.8%	0.9%	1.1%	财务费用	148	133	128	119
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.5%	1.2%	1.0%	0.8%
毛利率	24.0%	24.6%	25.0%	25.3%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	3.6%	4.6%	5.0%	5.4%	投资收益	52	52	52	52
净资产收益率	14.4%	18.1%	18.9%	19.3%	营业利润	403	599	734	890
资产回报率	3.8%	5.1%	5.8%	6.5%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	6.3%	8.5%	9.4%	10.2%	利润总额	406	599	734	890
盈利增长 (%)					EBITDA	984	1153	1296	1455
营业收入增长率	11.6%	15.9%	12.8%	12.5%	所得税	44	65	79	96
EBIT 增长率	13.4%	45.8%	17.9%	16.9%	有效所得税率%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
净利润增长率	15.8%	47.5%	22.7%	21.2%	少数股东损益	1	1	1	1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	362	533	654	793
资产负债率	71.9%	70.3%	67.9%	65.2%					
流动比率	0.50	0.70	0.87	1.05	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.27	0.46	0.62	0.79	货币资金	494	1427	2294	3292
现金比率	0.12	0.30	0.45	0.61	应收账款及应收票据	580	672	758	853
经营效率指标					存货	800	920	1033	1158
应收账款周转天数	21.00	21.00	21.00	21.00	其它流动资产	270	306	340	377
存货周转天数	38.43	38.43	38.43	38.43	流动资产合计	2145	3326	4425	5680
总资产周转率	1.05	1.11	1.16	1.20	长期股权投资	489	489	489	489
固定资产周转率	3.56	4.46	5.52	6.95	固定资产	2807	2600	2368	2120
					在建工程	117	99	93	91
					无形资产	776	745	714	683
					非流动资产合计	7346	7090	6821	6539
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	9490	10416	11246	12220
净利润	362	533	654	793	短期借款	828	1000	1000	1000
少数股东损益	1	1	1	1	应付票据及应付账款	958	1101	1236	1386
非现金支出	518	421	435	447	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	96	91	95	95	其它流动负债	2476	2659	2831	3022
营运资金变动	57	79	75	83	流动负债合计	4261	4760	5068	5408
经营活动现金流	1034	1125	1260	1419	长期借款	1595	1595	1595	1595
资产	-630	-166	-166	-166	其它长期负债	969	969	969	969
投资	-54	0	0	0	非流动负债合计	2563	2563	2563	2563
其他	31	52	52	52	负债总计	6824	7323	7631	7971
投资活动现金流	-653	-114	-114	-114	实收资本	867	867	867	867
债权募资	-26	172	0	0	归属于母公司所有者权益	2519	2944	3466	4098
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	147	148	149	151
其他	-443	-251	-279	-307	负债和所有者权益合计	9490	10416	11246	12220
融资活动现金流	-469	-79	-279	-307					
现金净流量	-86	933	867	998					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 04 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业
程碧升 食品饮料行业
张宇轩 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天润乳业,贵州茅台,洋河股份,山西汾酒,盐津铺子,千禾味业,味知香,千味央厨,东鹏饮料,佳禾食品,紫燕食品,光明乳业,妙可蓝多,农夫山泉,周黑鸭,李子园,汤臣倍健,安琪酵母,中炬高新,伊利股份,酒鬼酒,康师傅控股,中国旺旺,新乳业,立高食品,海天味业,百润股份,今世缘,水井坊,承德露露

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。