

投资评级 优于大市 维持

四季度利润表现良好，一季度继续稳健成长

股票数据

04月28日收盘价(元)	29.56
52周股价波动(元)	24.51-39.50
总股本/流通A股(百万股)	6399/6308
总市值/流通市值(百万元)	189152/186464

相关研究

《单三季度奶粉&冷饮业务继续表现出色，盈利能力阶段性有所承压》2022.10.29

《液态奶保持成长，奶粉&冷饮表现出色》2022.09.01

《从中国乳制品龙头迈向全球领先大健康品牌》2022.06.21

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.9	-3.0	-8.6
相对涨幅(%)	1.2	-2.0	-4.9

资料来源：海通证券研究所

分析师: 颜慧菁

Email: yhj12866@haitong.com

证书: S0850520020001

分析师: 张宇轩

Tel: (021)23154172

Email: zyx11631@haitong.com

证书: S0850520050001

投资要点:

- 事件:** 公司4月27日披露2022年年报, 22年公司实现主营业务收入1226.98亿元 (YOY=11.40%), 实现归母净利润94.31亿元 (YOY=8.34%)。此外公司23Q1公司实现主营业务收入333.28亿元 (YOY=7.81%), 归母净利润达到36.15亿元 (YOY=2.73%)。
- 22全年收入稳健成长, 四季度利润表现优异。** 公司把握市场机遇, 在创新和国际化业务驱动下, 继续保持良好发展势头, 整体业绩稳居行业领导地位, 位居中国乳业第一、亚洲乳业第一、全球乳业五强。22年公司主营业务收入实现1226.98亿元 (YOY=11.40%), 毛利率同比上升1.64pct至32.26%, 毛利额同比增加17.35%至395.79亿元, 主要是2022年产品结构优化以及子公司合并澳优乳业所致。此外公司期间费用率同比上升1.59pct至23.49% (其中公司销售费用率同比增加1.13pct, 主要是2022年广告营销费用、职工薪酬增加以及子公司合并澳优乳业所致。管理费用率同比上涨0.52pct), 因此最终归母净利润同比增长8.34%至94.31亿元, 对应归母净利润率同比降低0.22pct至7.69%。
- 22Q4单独来看, 公司实现主营业务收入291.98亿元 (YOY=14.64%), 实现毛利率31.15%, 同比增加21.10pct。** 此外期间费用率同比增加18.13pct至25.35% (其中销售费用率同比增加14.35pct, 管理费用率同比增加3.37pct, 最终2022Q4公司归母净利润率同比上升1.70pct至4.69%, 对应最终归母净利润为13.70亿元 (YOY=80.03%)。
- 23年一季度收入利润整体表现平稳。** 2023Q1单独来看, 公司实现主营业务收入333.28亿元 (YOY=7.81%), 实现毛利率33.77%, 同比降低0.67pct。此外期间费用率同比上涨0.02pct (其中销售费用率同比下降1.10pct, 管理费用率同比增长0.87pct, 最终2023Q1公司归母净利润率同比降低0.54pct至10.85%, 对应最终归母净利润为36.15亿元 (YOY=2.73%)。
- 液态奶仍有承压, 奶粉&冷饮持续亮眼。** 分业务来看: (1) 公司2022年液态奶业务实现收入849.26亿元 (YOY0.02%)。2023Q1实现营收217.41亿元 (YOY-2.58%)。公司通过“金典”品牌引领有机业务持续增长, 研发上市了金典超滤、金典有机娟姗、金典有机A2等系列新品, 全方位满足消费多元需求; 同时聚焦消费者“健康+美味”需求, 开展大胆创新与突破, “安慕希”相继推出了AMX果味奶昔、气泡酸奶等系列新品, 使安慕希系列产品在常温酸奶细分市场中的零售额份额较2021年提升了0.6个百分点。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110595	123171	137349	150685	163799
(+/-)YoY(%)	14.2%	11.4%	11.5%	9.7%	8.7%
净利润(百万元)	8705	9431	11283	13099	14982
(+/-)YoY(%)	23.0%	8.3%	19.6%	16.1%	14.4%
全面摊薄EPS(元)	1.36	1.47	1.76	2.05	2.34
毛利率(%)	30.9%	32.5%	33.7%	34.4%	35.1%
净资产收益率(%)	18.2%	18.8%	18.3%	17.5%	16.7%

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

(2) 公司 2022 年奶粉及奶制品业务实现收入 262.60 亿元 (YOY62.01%)。2023Q1 实现营收 74.43 亿元 (YOY37.94%)。据公司 22 年年报援引尼尔森零售数据显示, 婴幼儿配方奶粉零售额市占份额为 12.4%, 跃居细分市场第二; 成人奶粉零售额市占份额为 25.3%, 位列细分市场第一, 奶酪业务的终端市场零售额份额比 2021 年提升了 3.5 个百分点。

(3) 公司 2022 年冷饮品业务实现收入 95.67 亿元 (YOY33.61%)。2023Q1 实现营收 37.94 亿元 (YOY35.72%)。一方面, 公司通过产品创新不断优化产品结构, 拓宽消费场景, 满足多样化的消费者需求; 同时, 积极探索线上渠道以及实体店业务模式, 进一步夯实了冷饮业务的渠道优势, 市场渗透率遥遥领先。

此外分地区来看, 公司 2022 年分别在华北/华南/华中/华东/其他地区实现营收 331.95/298.45/227.03/210.26/143.8 亿元, YOY 分别为 5.69%/10.40%/15.44%/10.32%/27.30%。2023Q1 分别在华北/华南/华中/华东/其他地区实现营收 91.09/79.04/68.59/52.38/40.05 亿元, YOY 分别为 4.70%/7.13%/18.53%/-1.92%/18.38%。

经销商数目继续快速增长, 新零售渠道表现良好。2022 年公司经销商数目达到 19923, 同比增长 31.29%。在充分发挥线下渠道深度分销优势的同时, 公司积极布建新零售渠道, 整合线下与线上渠道一体化运营模式, 通过把握母婴、餐饮、电商平台以及社群团购等渠道业务发展机会, 有效推动数字化业务转型战略落地, 助力公司业务加速发展。

盈利预测与估值。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 1373.49/1506.85/1637.99 亿元, 归母净利润分别为 112.83/130.99/149.82 亿元, 对应 EPS 分别为 1.76/2.05/2.34 元/股。结合可比公司估值情况, 给予公司 2023 年 20-25 倍的 PE 估值, 对应合理价值区间为 35.20-44.00 元/股, 继续给予“优于大市”评级。

风险提示。(1) 食品安全风险, (2) 市场竞争加剧, (3) 新产品、新渠道、新市场拓展不及预期, (4) 上游原材料成本大幅波动。

表 1 可比上市公司估值表 (2023 年预测 PE, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2023E)
蒙牛乳业	2319.HK	30.65	17.10
光明乳业	600597	10.24	21.54
新乳业	002946	16.61	28.19
燕塘乳业	002732	19.50	18.94
李子园	605337	26.32	25.89
平均 PE (倍, 2023E)			22.23

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2023 年 04 月 27 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

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	123171	137349	150685	163799
每股收益	1.47	1.76	2.05	2.34	营业成本	83119	91101	98783	106248
每股净资产	7.86	9.62	11.67	14.01	毛利率%	32.5%	33.7%	34.4%	35.1%
每股经营现金流	2.10	2.89	3.05	3.38	营业税金及附加	742	687	753	819
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	22908	26096	29384	31941
P/E	18.86	15.77	13.58	11.87	营业费用率%	18.6%	19.0%	19.5%	19.5%
P/B	3.54	2.89	2.38	1.98	管理费用	5343	5906	6781	7862
P/S	1.44	1.30	1.18	1.09	管理费用率%	4.3%	4.3%	4.5%	4.8%
EV/EBITDA	14.36	9.86	8.44	7.00	EBIT	10238	12598	13930	15782
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-255	279	-371	-582
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	0.2%	-0.2%	-0.4%
毛利率	32.5%	33.7%	34.4%	35.1%	资产减值损失	-792	-400	-400	-400
净利润率	7.7%	8.2%	8.7%	9.1%	投资收益	244	275	301	328
净资产收益率	18.8%	18.3%	17.5%	16.7%	营业利润	10860	13292	15408	17602
资产回报率	7.2%	9.3%	9.4%	9.4%	营业外收支	-230	-150	-150	-150
投资回报率	9.4%	13.2%	12.3%	11.8%	利润总额	10630	13142	15258	17452
盈利增长 (%)					EBITDA	14306	17820	19507	21674
营业收入增长率	11.4%	11.5%	9.7%	8.7%	所得税	1312	1971	2289	2618
EBIT 增长率	9.2%	23.0%	10.6%	13.3%	有效所得税率%	12.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	8.3%	19.6%	16.1%	14.4%	少数股东损益	-113	-112	-130	-148
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	9431	11283	13099	14982
资产负债率	58.7%	46.0%	43.7%	41.4%					
流动比率	0.99	1.23	1.49	1.77	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.72	0.76	1.03	1.30	货币资金	33853	18273	31235	46340
现金比率	0.54	0.47	0.74	1.02	应收账款及应收票据	3250	3575	3922	4263
经营效率指标					存货	14836	16223	17592	18921
应收账款周转天数	9.15	9.00	9.00	9.00	其它流动资产	9524	9791	10171	10546
存货周转天数	65.15	65.00	65.00	65.00	流动资产合计	61463	47862	62920	80070
总资产周转率	0.94	1.14	1.08	1.03	长期股权投资	4563	5063	5563	6063
固定资产周转率	3.65	3.68	3.72	3.79	固定资产	33735	37350	40494	43230
					在建工程	3443	3543	3643	3743
					无形资产	4648	4011	3489	3061
					非流动资产合计	69502	72980	76102	78910
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	130965	120842	139022	158979
净利润	9431	11283	13099	14982	短期借款	26799	0	0	0
少数股东损益	-113	-112	-130	-148	应付票据及应付账款	16807	18470	20027	21541
非现金支出	4997	5622	5977	6292	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	917	545	-151	-178	其它流动负债	18563	20406	22060	23670
营运资金变动	-1813	1126	716	678	流动负债合计	62170	38876	42087	45211
经营活动现金流	13420	18464	19511	21627	长期借款	9298	11298	13298	15298
资产	-5950	-8450	-8450	-8450	其它长期负债	5354	5354	5354	5354
投资	-13429	-400	-400	-400	非流动负债合计	14653	16653	18653	20653
其他	-135	275	301	328	负债总计	76822	55529	60739	65863
投资活动现金流	-19514	-8575	-8549	-8522	实收资本	6399	6399	6399	6399
债权募资	245566	-24799	2000	2000	归属于母公司所有者权益	50268	61550	74649	89631
股权募资	166	-1	0	0	少数股东权益	3875	3764	3634	3485
其他	-236951	-669	0	0	负债和所有者权益合计	130965	120842	139022	158979
融资活动现金流	8781	-25469	2000	2000					
现金净流量	2108	-15580	12962	15104					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 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
 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; 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。	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。
	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。