

投资评级 **优于大市** 维持

Q1 净利润高速增长，疆外市场持续扩张

股票数据

04月21日收盘价(元)	19.14
52周股价波动(元)	11.34-19.14
总股本/流通A股(百万股)	320/304
总市值/流通市值(百万元)	6128/5821

相关研究

《疆内领先特色乳企，疆外拓张加速增长》
 2022.11.25

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	19.6	8.1	15.9
相对涨幅(%)	18.4	10.8	19.5

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2023年一季报: 23Q1公司实现营业总收入6.31亿元, 同比+16.3%, 归母净利润5497.95万元, 同比+55.6%, 扣非归母净利润4891.3万元, 同比+53.4%, 基本每股收益0.17元/股, 同比+56.1%, 业绩表现亮眼。
- 常温表现突出, 疆外加速拓张。**分产品: 23Q1公司乳制品板块营收同比+14.7% (量+11.9%, 价+2.6%), 其中常温乳制品营收加速增长, 23Q1同比+22.7%, 营收占比同比+2.93pct至56.0%, 我们认为或与疆外市场拓张顺利、奶啤系列放量有关。23Q1低温乳制品营收同比+5.0%, 我们预计随着消费水平逐步提升, 低温板块有望逐季改善。**畜牧业板块** 23Q1营收同比+64.0%。**分地区:** 疆外市场加速拓张, 23Q1疆外市场营收同比+30.2%, 营收占比同比+4.41pct至40.6%; 疆内市场营收同比+8.1%。公司坚持“用新疆资源, 做全国资源”策略, 建立疆内疆外双循环市场体系。23Q1经销商净减少7家至719家, 其中疆内/疆外分别为348/371家。
- 原奶成本回落, 净利率持续提升。**23Q1毛利率同比+2.84pct至20.1%, 我们认为受益于原奶成本下降(23Q1均价同比-4.5%)与产品结构升级。期间费用率保持稳定, 23Q1同比+0.27pct至10.0%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.64pct/-0.34pct/+0.50pct/+0.75pct至5.6%/3.0%/0.8%/0.6%。受益于毛利率提升, 23Q1归母净利率同比+2.20pct至8.7%。
- 23年收购新农乳业, 强化疆内产业布局。**4月20日公司发布公告, 拟以3.3亿元收购新农乳业100%股权。新农乳业为新疆兵团下属的优质乳业资产, 拥有1个乳制品加工厂及8个自有及租赁牧场, 产品包括6大系列40余种产品, 销售区域以新疆、浙江及珠三角区域为主, 22年新农乳业实现营收/归母净利润3.06/0.29亿元。本次收购将实现疆内乳业资源整合, 提升公司自有奶源比例和乳制品加工产能, 有助于进一步巩固疆内市场、扩大疆外市场占有率。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.79、0.94、1.14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19.76-23.71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)	2109	2410	2880	3395	3994
(+/-)YoY(%)	19.3%	14.2%	19.5%	17.9%	17.7%
净利润(百万元)	150	197	253	301	364
(+/-)YoY(%)	1.5%	31.3%	28.8%	19.1%	20.8%
全面摊薄EPS(元)	0.47	0.61	0.79	0.94	1.14
毛利率(%)	16.3%	17.9%	18.9%	19.2%	19.4%
净资产收益率(%)	6.7%	8.5%	10.2%	11.2%	12.3%

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

代码	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	28.00	1792	1.47	1.73	2.01	19.06	16.19	13.91
002946	新乳业	17.00	147	0.45	0.58	0.73	37.84	29.06	23.38
2319	蒙牛乳业	31.65	1251	1.34	1.58	1.85	23.58	17.54	14.95
	均值			1.09	1.30	1.53	26.83	20.93	17.41

注：收盘价为 2023 年 4 月 21 日价格，估值为 Wind 一致预期，其中伊利股份 22 年数据为预期值。

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	2410	2880	3395	3994
每股收益	0.61	0.79	0.94	1.14	营业成本	1979	2335	2744	3219
每股净资产	7.21	7.76	8.42	9.22	毛利率%	17.9%	18.9%	19.2%	19.4%
每股经营现金流	0.94	1.25	1.60	1.79	营业税金及附加	13	15	18	21
每股股利	0.19	0.24	0.28	0.34	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	125	149	182	215
P/E	31.18	24.21	20.34	16.83	营业费用率%	5.2%	5.2%	5.4%	5.4%
P/B	2.65	2.47	2.27	2.08	管理费用	81	97	114	134
P/S	2.54	2.13	1.81	1.53	管理费用率%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
EV/EBITDA	12.87	14.78	12.18	9.83	EBIT	232	267	316	381
股息率%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%	财务费用	-5	-5	-7	-10
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
毛利率	17.9%	18.9%	19.2%	19.4%	资产减值损失	-13	0	0	0
净利率	8.2%	8.8%	8.9%	9.1%	投资收益	1	0	0	0
净资产收益率	8.5%	10.2%	11.2%	12.3%	营业利润	232	277	330	399
资产回报率	5.0%	6.4%	7.0%	7.7%	营业外收支	-17	0	0	0
投资回报率	7.2%	8.5%	9.4%	10.4%	利润总额	215	277	330	399
盈利增长 (%)					EBITDA	373	401	474	570
营业收入增长率	14.2%	19.5%	17.9%	17.7%	所得税	15	19	22	27
EBIT 增长率	20.6%	15.0%	18.6%	20.5%	有效所得税率%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
净利润增长率	31.3%	28.8%	19.1%	20.8%	少数股东损益	4	5	6	8
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	197	253	301	364
资产负债率	35.5%	31.4%	32.0%	32.6%					
流动比率	1.29	1.32	1.37	1.46	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.78	0.62	0.70	0.78	货币资金	704	418	561	744
现金比率	0.67	0.46	0.54	0.62	应收账款及应收票据	98	117	138	162
经营效率指标					存货	502	592	695	816
应收账款周转天数	14.81	14.81	14.81	14.81	其它流动资产	56	64	30	34
存货周转天数	92.52	92.52	92.52	92.52	流动资产合计	1359	1191	1424	1755
总资产周转率	0.61	0.73	0.79	0.84	长期股权投资	3	3	3	3
固定资产周转率	1.83	2.31	2.49	2.56	固定资产	1314	1246	1361	1560
					在建工程	389	661	671	567
					无形资产	42	40	38	36
					非流动资产合计	2574	2776	2899	2991
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	3933	3967	4323	4746
净利润	197	253	301	364	短期借款	269	0	0	0
少数股东损益	4	5	6	8	应付票据及应付账款	400	472	555	651
非现金支出	156	134	158	188	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	31	5	0	0	其它流动负债	384	432	488	552
营运资金变动	-87	3	48	12	流动负债合计	1053	904	1043	1203
经营活动现金流	301	400	514	573	长期借款	0	0	0	0
资产	-643	-336	-281	-281	其它长期负债	342	342	342	342
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	342	342	342	342
其他	0	0	0	0	负债总计	1395	1246	1384	1545
投资活动现金流	-643	-336	-281	-281	实收资本	320	320	320	320
债权募资	131	-269	0	0	归属于母公司所有者权益	2309	2486	2697	2952
股权募资	147	0	0	0	少数股东权益	230	235	242	250
其他	-132	-81	-90	-109	负债和所有者权益合计	3933	3967	4323	4746
融资活动现金流	146	-351	-90	-109					
现金净流量	-196	-286	143	183					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 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。