

投资评级 优于大市 维持

23Q1 扭亏为盈，降本增效静待改善

股票数据

05月05日收盘价(元)	10.96
52周股价波动(元)	9.25-12.91
总股本/流通A股(百万股)	1379/1299
总市值/流通市值(百万元)	14889/14026

相关研究

《疫情影响收入承压，海外业务扭亏为盈》

2022.09.04

《加速奶源布局，迎接“新鲜”时代》

2022.04.21

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.4	-1.6	2.8
相对涨幅(%)	0.7	-0.7	6.4

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2023年一季报: 23Q1公司实现营业总收入70.71亿元, 同比-2.4%, 归母净利润1.87亿元, 同比+13.1%, 扣非归母净利润1.75亿元, 同比+25.2%, 基本每股收益0.14元/股, 同比+16.7%。
- 主营业务增速转正, 境外市场加速回暖。**分产品: 23Q1乳制品板块营收同比+0.6%, 其中液态奶止跌回升(22Q4同比-6.2%), 营收同比+1.0%, 我们认为主要受益于疫情管控放开, 线下场景人流量回升; 其他主营业务营收同比+14.4%, 我们认为或与冰淇淋业务增长有关; 牧业产品营收同比-31.2%。分地区: 23Q1境外市场加速回暖, 营收同比+12.7%, 营收占比同比+3.43pct至26.5%, 我们认为主因新莱特业务持续修复; 上海/外地市场营收同比-6.5%/-6.2%, 营收占比同比-1.36pct/-2.08pct至27.7%/45.8%。公司持续夯实经销商提质增效策略, 23Q1公司经销商共减少146家至3913家, 其中上海/外地经销商分别-18家/-128家至438/3475家。
- 原奶成本回落, 归母净利率改善。**23Q1毛利率同比+0.18pct至20.0%, 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。期间费用率管控良好, 23Q1同比-0.65pct至15.99%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.53pct/+0.58pct/+0.05pct/+0.25pct至11.8%/3.2%/0.3%/0.7%。受益于毛利率提升及良好的费用管控, 23Q1归母净利率同比+0.36pct至2.7%, 盈利能力有所改善。展望2023年, 公司聚焦全产业链提质增效, 目标实现总营收320.5亿元(同比+13.6%), 归母净利润6.8亿元(+88.5%)。
- 新品赋能新鲜活力, 深耕华东奶源布局。**22年公司匠心铸造“鲜”品质, 持续推动产品多元化创新迭代, 新品包括优倍浓醇4.0g蛋白高品质鲜牛奶, 莫斯利安蓝莓酪酪风味及黄桃风味新品, 光明优倍鲜奶雪糕、光明谷风系列雪糕、一品咖啡棒冰等产品。此外, 公司积极推进奶源建设, 全资子公司光明牧业将在安徽省滁州市定远县投资建设定远牧场群项目, 该项目设计规划存栏4.75万头奶牛, 总投资约24.93亿元。项目建成后, 将有效填补公司奶源缺口, 提升奶源自给率和市场供应能力。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.49、0.57、0.68元/股。参考可比公司估值, 我们给予公司2023年20-25倍PE, 对应合理价值区间为9.75-12.18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)	29206	28215	32066	35771	39494
(+/-)YoY(%)	15.6%	-3.4%	13.6%	11.6%	10.4%
净利润(百万元)	592	361	672	789	932
(+/-)YoY(%)	-2.5%	-39.1%	86.3%	17.5%	18.1%
全面摊薄EPS(元)	0.43	0.26	0.49	0.57	0.68
毛利率(%)	18.4%	18.7%	19.3%	19.7%	19.9%
净资产收益率(%)	7.5%	4.5%	7.9%	8.8%	9.7%

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

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	29.56	1892	1.47	1.74	2.03	18.76	19.40	20.20
002946	新乳业	16.55	143	0.42	0.59	0.75	31.71	28.16	22.05
2319	蒙牛乳业	31.55	1259	1.34	1.58	1.85	23.58	17.36	14.79
	均值			1.08	1.30	1.54	24.68	21.64	19.01

注：收盘价为 2023 年 4 月 28 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	28215	32066	35771	39494
每股收益	0.26	0.49	0.57	0.68	营业成本	22952	25884	28730	31641
每股净资产	5.80	6.14	6.54	7.01	毛利率%	18.7%	19.3%	19.7%	19.9%
每股经营现金流	0.48	1.77	1.97	2.15	营业税金及附加	93	105	118	130
每股股利	0.08	0.15	0.18	0.21	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	3474	3787	4225	4665
P/E	41.28	22.16	18.86	15.97	营业费用率%	12.3%	11.8%	11.8%	11.8%
P/B	1.86	1.76	1.65	1.54	管理费用	878	1048	1169	1291
P/S	0.53	0.46	0.42	0.38	管理费用率%	3.1%	3.3%	3.3%	3.3%
EV/EBITDA	7.87	5.94	4.81	3.75	EBIT	737	1074	1241	1427
股息率%	0.7%	1.4%	1.6%	1.9%	财务费用	158	186	173	166
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
毛利率	18.7%	19.3%	19.7%	19.9%	资产减值损失	-172	0	0	0
净利润率	1.3%	2.1%	2.2%	2.4%	投资收益	-14	0	0	0
净资产收益率	4.5%	7.9%	8.8%	9.7%	营业利润	541	1009	1298	1533
资产回报率	1.5%	2.6%	2.8%	3.1%	营业外收支	-43	0	0	0
投资回报率	4.0%	5.6%	6.0%	6.4%	利润总额	498	1009	1298	1533
盈利增长 (%)					EBITDA	2060	2478	2688	2923
营业收入增长率	-3.4%	13.6%	11.6%	10.4%	所得税	107	216	278	329
EBIT 增长率	3.5%	45.7%	15.5%	15.0%	有效所得税率%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%
净利润增长率	-39.1%	86.3%	17.5%	18.1%	少数股东损益	30	120	231	272
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	361	672	789	932
资产负债率	56.9%	57.3%	57.6%	57.8%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	0.92	1.07	1.21	1.35	货币资金	2649	4193	6173	8501
速动比率	0.48	0.61	0.74	0.88	应收账款及应收票据	2268	2578	2876	3175
现金比率	0.25	0.36	0.49	0.62	存货	4197	4733	5253	5785
经营效率指标					其它流动资产	795	866	934	1005
应收账款周转天数	29.35	29.35	29.35	29.35	流动资产合计	9908	12369	15236	18466
存货周转天数	66.74	66.74	66.74	66.74	长期股权投资	81	81	81	81
总资产周转率	1.15	1.23	1.27	1.30	固定资产	8598	8228	7382	6495
固定资产周转率	3.28	3.90	4.85	6.08	在建工程	1028	616	636	649
					无形资产	786	753	720	686
					非流动资产合计	14544	13728	12869	11962
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	24452	26097	28106	30428
净利润	361	672	789	932	短期借款	1203	1000	1000	1000
少数股东损益	30	120	231	272	应付票据及应付账款	3904	4403	4887	5382
非现金支出	1435	1404	1447	1496	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	220	100	105	119	其它流动负债	5628	6190	6735	7293
营运资金变动	-1379	144	143	151	流动负债合计	10735	11593	12622	13675
经营活动现金流	667	2441	2715	2971	长期借款	202	402	602	952
资产	-1107	-588	-588	-588	其它长期负债	2968	2968	2968	2968
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	3170	3370	3570	3920
其他	5	0	0	0	负债总计	13904	14962	16192	17595
投资活动现金流	-1103	-588	-588	-588	实收资本	1379	1379	1379	1379
债权募资	548	-3	200	350	归属于母公司所有者权益	8000	8466	9014	9661
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	2549	2669	2900	3172
其他	-674	-306	-347	-404	负债和所有者权益合计	24452	26097	28106	30428
融资活动现金流	-126	-309	-147	-54					
现金净流量	-554	1544	1980	2328					

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
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。