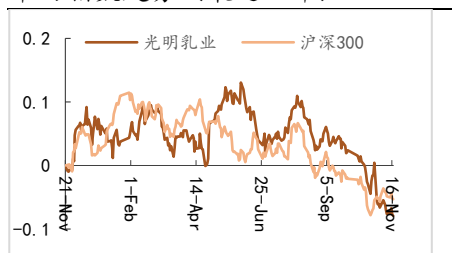


评级： 增持

赵瑞
分析师
SAC 执证编号：S0110522120001
zhaorui@sczq.com.cn

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	9.26
一年内最高/最低价 (元)	11.48/9.22
市盈率 (当前)	-529.96
市净率 (当前)	1.57
总股本 (亿股)	13.78
总市值 (亿元)	127.65

资料来源：聚源数据

相关研究

核心观点

- 公司发布 2023 年三季报，23Q1-3 营业收入 206.64 亿元，同比-3.37%；归母净利润 3.23 亿元，同比-12.67%；扣非归母净利润 3.12 亿元，同比+10.68%。23Q3 营业收入 65.25 亿元，同比-6.44%；归母净利润-0.15 亿元，同比-117.36%；扣非归母净利润-0.05 亿元，同比-111.66%。
- **Q3 营收同比有所下降，经销渠道表现平稳。**1) 分产品：23Q1-3 液态奶/其他乳制品/牧业产品/其他营收分别为 122.23/56.72/14.49/11.81 亿元，同比+1.04%/-5.51%/-29.23%/+25.55%，23Q3 液态奶/其他乳制品/牧业产品/其他营收分别为 42.18/14.83/3.96/3.71 亿元，同比-2.67%/-6.65%/-34.10%/+23.81%。2) 分地区：23Q1-3 上海/外地/境外营收分别为 58.19/95.88/51.19 亿元，同比+0.01%/-6.56%/+2.19%，23Q3 上海/外地/境外营收分别为 18.42/32.70/13.56 亿元，同比-3.51%/-10.25%/+6.77%。3) 分渠道：23Q1-3 直营/经销营收分别为 48.53/155.85 亿元，同比-11.99%/+0.75%，23Q3 直营/经销营收分别为 15.76/49.02 亿元，同比-20.27%/+1.73%。经销商数量方面，23Q3 末上海/外地分别为 466/3716 个，较年初净增加 10/113 个，较 23Q2 末净增加 20/137 个。
- **盈利能力短期有所承压。**23Q3 公司毛利率为 15.52%，同比-1.42pct；23Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.98%/2.94%/0.31%/0.83%，同比+1.02pct/-0.45pct/-0.06pct/+0.22pct，整体费用率同比有所提升；23Q3 归母净利率为-0.23%，同比-1.50pct，三季度受到海外子公司亏损等影响，盈利水平有所下降。
- **公司产品持续推新，渠道网络逐步下沉。**产品方面，公司坚持产品创新，不断满足消费者需求，上半年开发上市全新产品 30 个，光明奶粉三个系列完成新国标注册并成功上市，冰淇淋推出多款新品，公司于 9 月底宣布品牌焕新，产品推出原生 DHA 低温鲜奶和益生菌低温酸奶两款新品，加快向细分、功能化赛道转型。渠道方面，公司不断加强渠道和网点建设，推动渠道拓展和网点下沉，在华东地区进一步夯实到乡到镇的渠道基础。同时，积极开拓新兴渠道，加大电商渠道布局，针对不同类型的电商渠道制定相应的增长战略。此外，公司加速数字化转型升级，上半年财务数字化项目加速推进，多家工厂及营销中心完成系统上线，有效赋能公司高质量发展。
- **投资建议：**预计 2023、2024、2025 年公司归母净利润分别为 4.2 亿元、4.9 亿元、6.0 亿元，同比分别增长 15%、19%、21%，当前股价对应 PE 分别为 31、26、21 倍。首次覆盖，给予增持评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，食品安全风险。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	282.1	287.3	309.7	335.8
营收增速 (%)	-3.4	1.8	7.8	8.4
归母净利润 (亿元)	3.6	4.2	4.9	6.0
归母净利润增速 (%)	-39.1	15.1	19.3	21.2
EPS(元/股)	0.26	0.30	0.36	0.43
PE	35.4	30.8	25.8	21.3

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9908	10222	10777	11329	经营活动现金流	667	892	805	864
现金	2649	2935	2930	2838	净利润	361	415	495	600
应收账款	2268	2290	2468	2677	折旧摊销	1004	352	317	285
其它应收款	63	64	69	75	财务费用	163	185	195	200
预付账款	488	489	526	569	投资损失	14	(78)	(78)	(78)
存货	4197	4196	4517	4882	营运资金变动	(935)	(18)	(168)	(197)
其他	236	240	259	281	其它	29	1	3	3
非流动资产	14544	14552	14604	14709	投资活动现金流	(1103)	(282)	(292)	(312)
长期投资	81	86	91	96	资本支出	1386	355	365	385
固定资产	8598	8948	9307	9686	长期投资	5	(5)	(5)	(5)
无形资产	3472	3130	2822	2545	其他	279	78	78	78
其他	1179	1179	1179	1179	筹资活动现金流	(126)	(324)	(518)	(644)
资产总计	24452	24773	25381	26038	短期借款	571	1005	(196)	(292)
流动负债	10735	10716	10914	11071	长期借款	56	(1033)	0	0
短期借款	1203	2208	2012	1720	其他	(596)	(110)	(127)	(151)
应付账款	3904	3888	4185	4524	现金净增加额	(562)	286	(5)	(92)
其他	181	181	195	211					
非流动负债	3170	3170	3170	3170	主要财务比率				
长期借款	202	202	202	202	成长能力				
其他	1815	1815	1815	1815	营业收入	-3.4%	1.8%	7.8%	8.4%
负债合计	13904	13885	14083	14241	营业利润	-17.6%	14.7%	18.8%	20.8%
少数股东权益	2549	2584	2626	2676	归属母公司净利润	-39.1%	15.1%	19.3%	21.2%
归属母公司股东权益	8000	8304	8672	9121	获利能力				
负债和股东权益	24452	24773	25381	26038	毛利率	18.7%	20.0%	20.1%	20.3%
					净利率	1.3%	1.4%	1.6%	1.8%
					ROE	4.5%	5.0%	5.7%	6.6%
					ROIC	4.0%	4.5%	5.1%	5.9%
					偿债能力				
					资产负债率	56.9%	56.0%	55.5%	54.7%
					净负债比率	10.0%	9.7%	8.7%	7.4%
					流动比率	0.92	0.95	0.99	1.02
					速动比率	0.53	0.56	0.57	0.58
					营运能力				
					总资产周转率	1.15	1.16	1.22	1.29
					应收账款周转率	13.49	12.61	13.02	13.06
					应付账款周转率	6.36	5.88	6.10	6.11
					每股指标(元)				
					每股收益	0.26	0.30	0.36	0.43
					每股经营现金	0.48	0.65	0.58	0.63
					每股净资产	5.80	6.02	6.29	6.62
					估值比率				
					P/E	35.4	30.8	25.8	21.3
					P/B	1.6	1.5	1.5	1.4
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E					
营业收入	28215	28729	30970	33585					
营业成本	22952	22994	24749	26753					
营业税金及附加	93	94	102	110					
营业费用	3474	3821	4088	4433					
研发费用	85	86	93	101					
管理费用	878	1006	1084	1175					
财务费用	158	185	195	200					
资产减值损失	(113)	0	0	0					
公允价值变动收益	(7)	(7)	(7)	(7)					
投资净收益	85	85	85	85					
营业利润	541	621	738	891					
营业外收入	40	40	40	40					
营业外支出	84	84	84	84					
利润总额	498	577	694	847					
所得税	107	127	158	197					
净利润	391	450	537	650					
少数股东损益	30	35	42	51					
归属母公司净利润	361	415	495	600					
EBITDA	699	1158	1250	1376					
EPS (元)	0.26	0.30	0.36	0.43					

分析师简介

赵瑞，农业及食品饮料行业分析师，复旦大学金融硕士，曾就职于国泰君安证券，2022年11月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现