

皇氏集团 (002329)

食品加工/食品饮料

发布时间: 2021-02-09

证券研究报告 / 公司动态报告

增持

首次覆盖

传统乳业加速成长，信息赋能未来可期

报告摘要:

深耕乳业、数智信息多元发展。公司以乳品业务为核心，覆盖乳制品生产加工、奶牛养殖及牧草种植等乳品全产业链业务，主要产品是以水牛奶、黑白花牛奶为主要原料的巴氏杀菌奶、调制乳、灭菌乳、发酵乳等液态乳制品和乳饮料。乳制品作为公司核心业务，始终保持稳定增长，2010-2019 年营业收入由 4.04 亿元稳步增长至 15.2 亿元，10 年 CAGR 达到 15.86%。信息服务板块包括短信、客服、电商、智能化等业务，2015-2019 年信息业务营收由 0.18 亿元增至 5.12 亿元，CAGR 高达 131%，2019 年营收占比为 22.73%，逐渐成长为新的业务增长点。

产品+渠道双轮驱动，乳制品业务未来有望加速成长。产品端，公司产品以巴氏奶为主（销量占比超过 50%），包括特色水牛奶、果奶以及发酵奶等，满足品质化、多样化消费需求，有望借势行业实现加速增长。同时，公司特色产品水牛奶销售占比超过 40%，水牛奶营养价值和口感远超普通黑白花牛奶，公司立足国内水牛奶主要产地广西，通过“自建+基地+农户”模式，布局 27 个养殖基地和 6 个乳品加工厂，拥有广西 80%可控奶源，年产乳制品可达 50 吨。公司加快产品迭代，产品覆盖水牛奶、低温奶、常温奶、酸牛奶等 12 大系列，产品矩阵完善。**渠道端**，公司采取直销和经销相结合模式，以商超为主，渠道深度下沉挖掘低线城市和乡镇市场潜能，同时寻求周边省区扩张，目前已在云桂黔湘地区实现全面覆盖，并在大湾区、长三角、大成渝地区加快渗透和布局。近年来公司稳固原有学生奶及送奶入户渠道，并尝试微信商城、直播带货等新零售模式，收效显著。未来三年我们预测乳制品业务收入维持 15%以上增长。

发力信息板块，未来增长可期。2015 年公司进入信息服务板块，通过筑望科技、完美在线、皇氏数智三家信息业务子公司，发展短信、客服、电商、智能化等业务。2015-2019 年，公司信息服务实现快速增长，营收由 0.18 亿元增长至 5.12 亿，CAGR 高达 130.94%，营收占比由 1.07%选择提升至 22.73%，有望成为公司业绩的新增长点。

盈利预测：预计 2020-2022 年 EPS 为 0.07、0.09、0.11 元，对应 PE 分别为 52X、41X、31X。首次覆盖，给予“增持”评级。

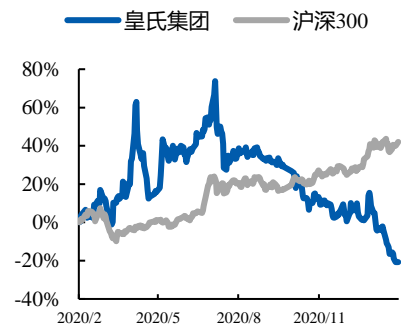
风险提示：原奶上涨、商誉减值风险、盈利预测和估值判断不及预期

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,336	2,253	2,451	2,981	3,536
(+/-)%	-1.30%	-3.54%	8.76%	21.63%	18.64%
归属母公司净利润	-616	49	58	72	95
(+/-)%	-1186.01%	107.89%	18.63%	25.20%	31.48%
每股收益 (元)	-0.74	0.06	0.07	0.09	0.11
市盈率	—	61.33	51.69	41.29	31.40
市净率	1.40	1.37	1.32	1.28	1.22
净资产收益率 (%)	-28.95%	2.23%	2.56%	3.09%	3.88%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	838	838	838	838	838

股票数据 2021/02/08

6 个月目标价 (元)	3.9
收盘价 (元)	3.56
12 个月股价区间 (元)	3.56-7.82
总市值 (百万元)	2,982.00
总股本 (百万股)	838
A 股 (百万股)	838
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	4

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-30%	-31%	-15%
相对收益	-33%	-43%	-58%

相关报告

- 《食品饮料行业周报：白酒调整后买点已现，调味品关注涪陵榨菜》 --20210202
- 《白酒景气度继续向上，关注短期回调后买点》 --20210126
- 《速冻食品行业深度：“速”食主义，别有“冻”天》 --20210106
- 《食品饮料行业周报：龙头酒企表现强势，调味品迎来行业洗牌》 --20201222

证券分析师：李强

执业证书编号：S0550515060001
021-20361174 liqiang@nescn.cn

目录

1.	公司简介：深耕乳品业、数智信息多元发展的水牛乳龙头.....	3
2.	未来增长点：深耕乳品，信息加持.....	6
2.1.	产品+渠道双轮驱动，核心乳制品业务稳步增长.....	6
2.1.1	千亿市场空间广阔，水牛年差异化优势打造区域乳品龙头.....	6
2.1.2	渠道深度下沉、多元发展，助力公司开疆扩土.....	9
2.2.	发力信息板块，发掘业务新支点.....	10
3.	盈利预测.....	11
4.	风险提示.....	13

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	3
图 2:	股权结构.....	4
图 3:	公司营收（亿元）及增速.....	5
图 4:	公司净利润（亿元）及增速.....	5
图 5:	公司毛利率与净利率.....	6
图 6:	公司乳制品营收（亿元）及增速.....	6
图 7:	公司业务结构.....	6
图 8:	中国乳制品销售规模（亿元）及增速.....	7
图 9:	2019 年中国饮用奶结构.....	7
图 10:	水牛奶市场关注度日益提升.....	8
图 11:	公司立足广西，辐射西南乃至全国市场.....	8
图 12:	水牛奶产量仅为乳制品产量的 15%.....	8
图 14:	皇氏学生奶系列.....	10
图 15:	发力线上多元化零售渠道.....	10
图 16:	公司渠道建设.....	10
图 17:	公司信息服务营业收入（亿元）及其占比.....	11
表 1:	公司产品介绍.....	4
表 2:	水牛奶与牛奶的营养价值对比.....	7
表 3:	公司工厂和养殖基地布局.....	9
表 5:	子公司完美在线、筑望科技的主要业务.....	11
表 6:	业务拆分和盈利预测.....	12
表 7:	可比公司估值（以 2021 年 2 月 5 日收盘价计算）.....	13

1. 公司简介：深耕乳品业、数智信息多元发展的水牛乳龙头

深耕乳品业、数智信息多元发展的水牛乳龙头。皇氏集团原名皇氏乳业，是中国最大的水牛奶生产企业，公司于2001年成立，立足水牛乳资源丰富的广西，深耕以水牛奶、酸奶、巴氏鲜奶为核心的特色乳品的生产和销售业务，并逐步延伸至奶牛养殖、牧草种植等上游业务，打造全产业链经营模式，成长为区域性乳品企业龙头。2010年上市后，公司谋求多元化发展，2014年收购御嘉影视涉足文化传媒、2015、2018年收购完美在线和筑望科技布局信息板块，以数据和技术为乳业赋能，实现传统乳业与信息化数据的资源共享及共同发展，2019年，公司实现营业收入22.53亿元。

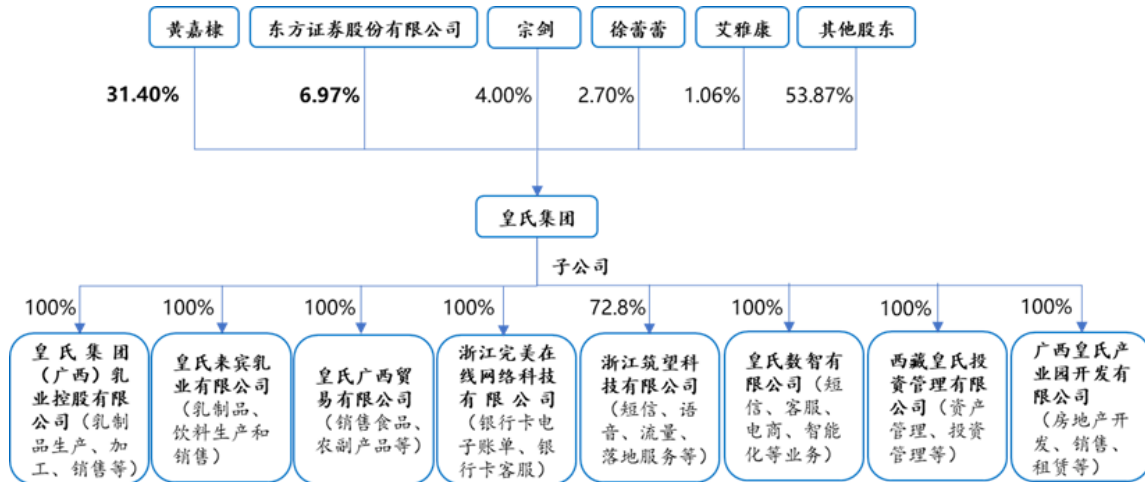
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东北证券

股权结构稳定。截至2020年9月，黄嘉棣先生直接持有公司31.40%的股份，为公司实际控制人；第二大股东东方证券股份有限公司直接持有公司6.97%的股份。股权结构集中稳定。

图 2：股权结构



数据来源：公司公告，东北证券

水牛奶特色产品打造区域龙头，数字信息服务拓宽业务外延。公司以乳品板块为核心，覆盖乳制品生产加工、奶牛养殖及牧草种植等乳品全产业链业务，主要产品是以水牛奶、黑白花牛奶为主要原料的巴氏杀菌奶、调制乳、灭菌乳、发酵乳等液态乳制品和乳饮料，以及“爱特浓”高营养常温奶和“摩拉菲尔”搅拌型酸奶两大创新产品，共有 12 大系列超过 70 个 SKU，产品矩阵丰富。信息业务板块包括短信、客服、电商、智能化等业务，依托数字化技术和海量的数据基础，构建起强大的线上平台，服务于金融、互联网、通信业、电子商务、公共事业、现代物流等多个行业客户。

表 1：公司产品介绍

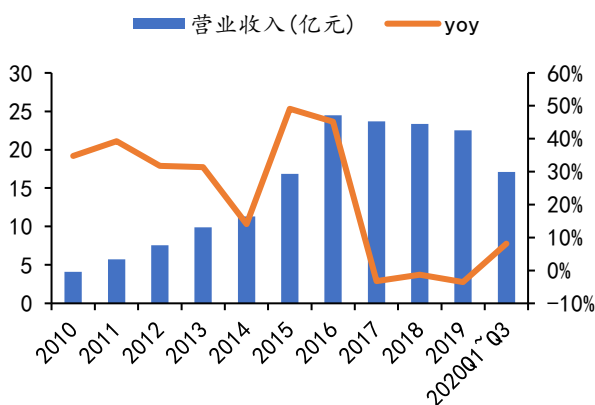
品类	水牛奶				
产品名称	摩拉菲尔 原味纯水牛奶	摩拉菲尔清养水 牛纯牛奶	甲天下 水牛纯牛奶	西山牧场 水牛原味奶	一只水牛纯牛奶 (含水牛乳)
产品图片					
零售价	6.33 元/250ml	5.17 元/200ml	5.99 元/200ml	4.92 元/250ml	6.99 元/250ml
品类	低温纯牛奶		常温纯牛奶		
产品名称	爱特浓浓缩鲜牛 奶	皇氏鲜牛奶	上思牧场纯牛奶		山水牧场十万大山 纯牛奶
产品图片					
零售单价 (元/100ml)	21.8 元/950ml	16.88 元/950ml	3.27 元/200ml		3.79 元/200ml

品类	酸牛奶				
产品名称	饭不着风味酸奶	小爱酸奶	裸酸奶	摩拉菲尔 饱养代餐酸奶	摩拉菲尔 醇养酸牛奶
产品图片					
零售单价 (元/100ml)	11.47 元/210g	5 元/180g	6.66 元/236g	4.12 元/200g	4.67 元/205g

数据来源：公司官网，天猫旗舰店，东北证券

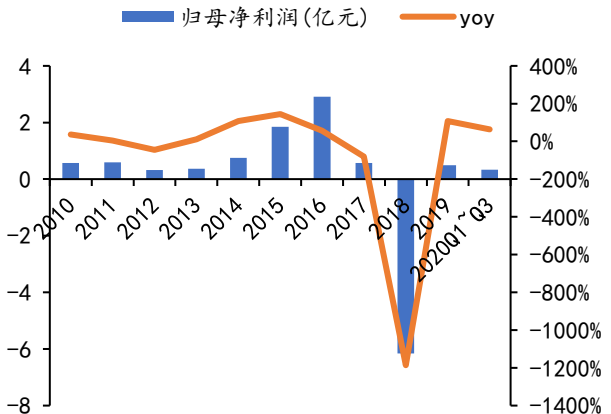
传媒业务剥离，营收及利润恢复稳定增长。2010-2016 年，公司的营业收入由 4.11 亿元增长至 24.46 亿元，CAGR 达到 34.62%，实现稳定快速增长；归母净利润由 0.57 亿元增长至 2.91 亿元，CAGR 为 31.23%，均有稳步提升。2017/2018 年文化传媒板块业绩不佳导致公司营业收入下滑至 23.67/23.36 亿元，2017 年起，公司计提大额商誉减值准备，2017 年、2018 年的归母净利润为 0.57 亿元、-6.16 亿元。2019 年，公司转让传媒子公司，逐步剥离传媒业务。摆脱业绩拖累后，公司营收和利润逐步恢复稳定增长，2020 年前三季度营收达 17.09 亿元，同比增长 8.12%；归母净利润达 0.33 亿元，同比增长 64.39%，业绩显著回暖。

图 3：公司营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，东北证券

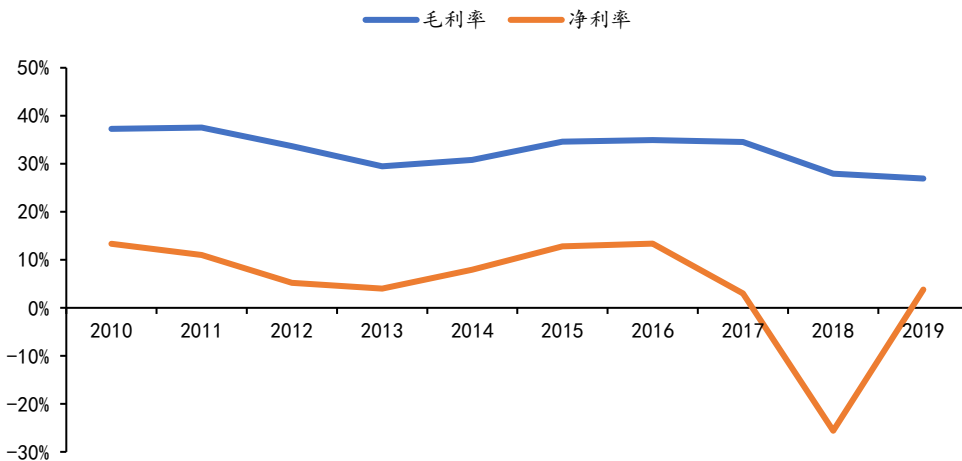
图 4：公司净利润（亿元）及增速



数据来源：Wind，东北证券

摆脱业绩拖累，盈利迎来拐点。毛利率方面，2013-2016 年，核心业务乳制品板块快速增长，拉动公司毛利率由 29.48% 逐步增长至 34.91%；2017 年至今，受传媒板块拖累、乳制品原材料价格上涨、信息板块成本上行等因素叠加影响，毛利略有下滑，2019 年毛利率为 26.93%。净利率方面，2013-2016 年，受并表子公司御嘉影视高净利率影响，公司净利率由 3.99% 逐步增长至 13.37%；2017 年-2018 年，受当年对传媒子公司计提大额商誉减值准备的影响，公司净利率下滑至 2018 年的 -25.60%；2019 年公司未计提商誉减值准备，净利率扭亏为盈，达 3.81%。

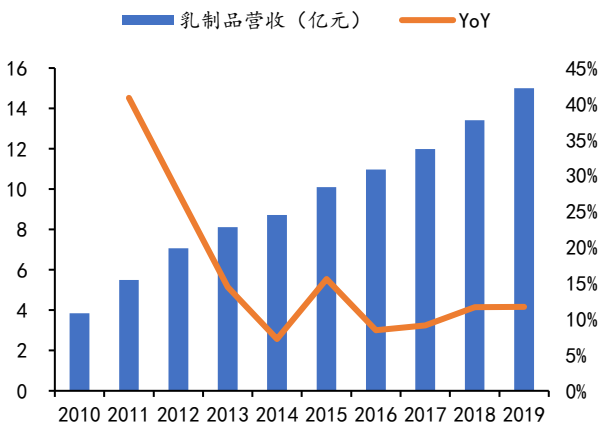
图 5：公司毛利率与净利率



数据来源：Wind，东北证券

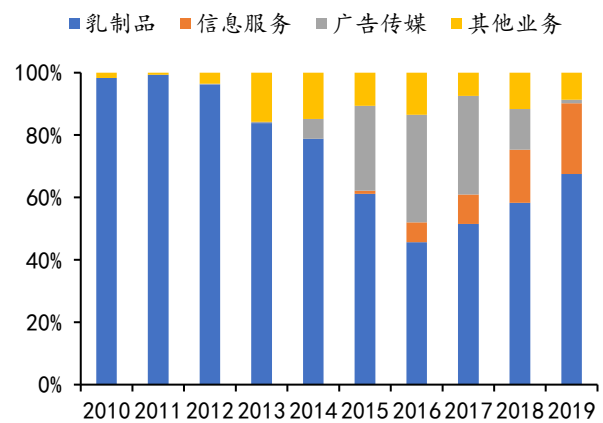
乳品业务稳定增长，信息板块发力可期。目前公司业务主要分为乳制品、信息服务、广告传媒三大业务板块，2019 年营收占比分别为 67.47%、22.73%、1.15%，乳制品作为公司核心业务，始终保持稳定增长，2010-2019 年营业收入由 4.04 亿元稳步增长至 15.2 亿元，10 年 CAGR 达到 15.86%，且自 2016 年起营收占比由 45.7%持续提升至 2019 年的 67.5%，支柱业务地位突显。2014-2016 年传媒板块营业收入由 0.71 亿元迅速增长至 8.43 亿元，CAGR 一度高达 245%，但受政策及市场行情影响，自 2016 年起逐年下降，公司已逐步剥离传媒业务，2019 年营收占比仅为 1.15%。信息业务迅速成长，2015-2019 年营收由 0.18 亿元增至 5.12 亿元，CAGR 高达 131%，2019 年营收占比为 22.73%，逐渐成长为新的业务增长点，未来增速可期。

图 6：公司乳制品营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，东北证券

图 7：公司业务结构



数据来源：Wind，东北证券

2. 未来增长点：深耕乳品，信息加持

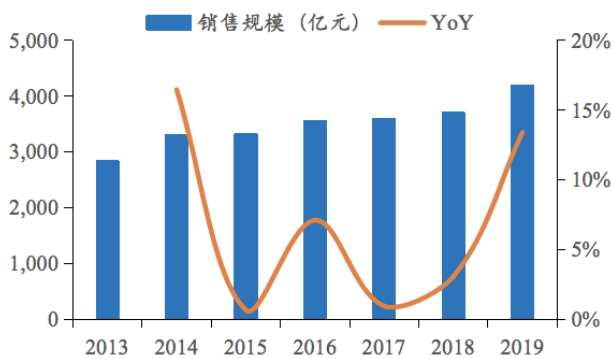
2.1. 产品+渠道双轮驱动，核心乳制品业务稳步增长

2.1.1 千亿市场空间广阔，水牛年差异化优势打造区域乳品龙头

乳制品行业规模庞大，常温白奶产品升级，巴氏奶加速成长。2019 年，中国乳制品

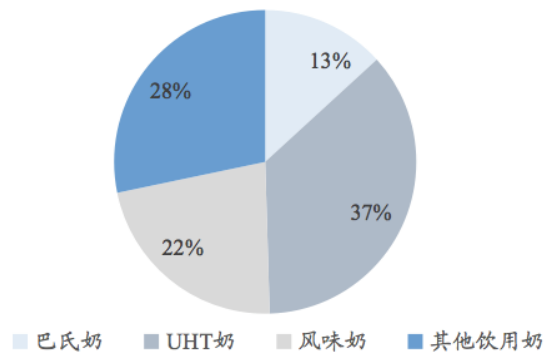
销售规模达到 4196 亿，位列全球第二，规模庞大。预计到 2022 年，中国将超过美国成为全球最大的乳制品市场。目前我国乳制品消费以饮用奶为主，占比达 55.8%。酸奶消费位列第二，占比 32.1%。饮用奶中，巴氏奶占 13.2%，UHT 奶和风味奶分别占 36.3%和 22.2%。常温白奶市场目前已趋于成熟，由量增转向价升和结构升级，产品品质和多元化需求提升，而巴氏奶行业则进入加速期，2015-2019 年，增速由 6.1%提升至 11.6%，根据欧睿国际预测，2024 年巴氏奶销售规模将达 472 亿元，占饮用奶市场比重约为 17.3%，发展空间广阔。公司核心乳品业务在低温奶和常温白奶两大品类均有布局，产品以巴氏奶为主（销量占比超过 50%），包括特色水牛奶、果奶以及发酵奶等，满足品质化、多样化消费需求，有望借势行业实现加速增长。

图 8：中国乳制品销售规模（亿元）及增速



数据来源：国家统计局，东北证券

图 9：2019 年中国饮用奶结构



数据来源：Euromonitor，东北证券

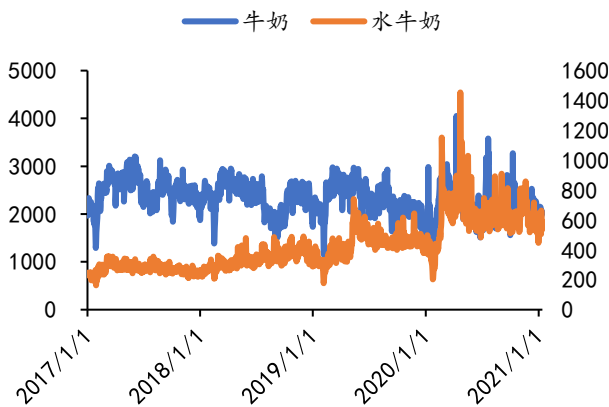
聚焦特色水牛奶产品，差异化优势突显。水牛奶营养价值远超普通黑白花牛奶，根据《中国水牛科学》，水牛奶的脂肪、蛋白质、总干物质含量分别为普通牛奶的 2.9 倍、1.6 倍、1.7 倍，其人体必需微量元素如铁、钙、锌和维生素等含量，也远高于普通牛奶，水牛奶含铁量为黑白花牛奶的 82 倍，含维生素 A 为 38 倍，含锌为 12 倍。同时，水牛奶总干物质含量高，口感醇厚，丰富的酪蛋白可用于生产奶酪，产出量是普通黑白花牛奶的 2 倍以上。随着消费升级和口味需求的多样化，水牛奶的市场关注度日益提升。根据百度指数统计，2017 年至今，相比于“牛奶”一词的搜索指数维持不变，对“水牛奶”一词的搜索指数增长超过 100%，潜在市场空间巨大。公司自成立起即布局奶水牛养殖及水牛奶产品的研发和生产，水牛奶产品营收占比由 2016 年的 27%稳步提升至 2019 年的 45%。产品的差异化优势助力公司拓宽市场，根据欧睿数据，公司在广西市场始终保持龙头地位，在全国乳品市场份额从 2010 年的 0.2%稳步上升至 2020 年的 0.8%，市占率不断提升。

表 2：水牛奶与牛奶的营养价值对比

	水分	脂肪	蛋白质	乳糖	矿物质	总干物质	氨基酸 (mg/100ml)		
							异亮氨酸	亮氨酸	赖氨酸
水牛奶	78.04%	11.00%	5.30%	4.80%	0.86%	21.96%	314.49	574.06	403.61
牛奶	87.30%	3.75%	3.40%	4.75%	0.80%	12.70%	243.75	371.25	300.00

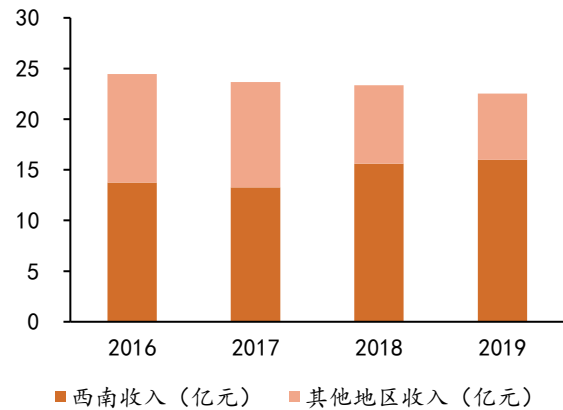
数据来源：《中国水牛科学》，东北证券

图 10：水牛奶市场关注度日益提升



数据来源：百度指数，东北证券

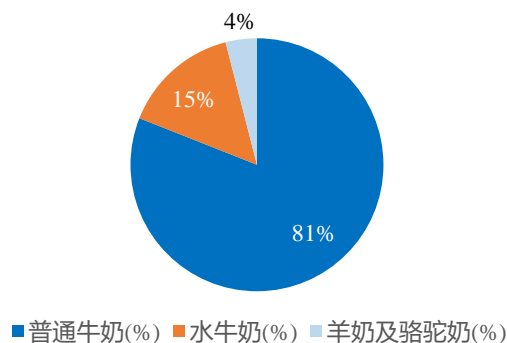
图 11：公司立足广西，辐射西南乃至全国市场



数据来源：Wind，东北证券

立足广西，充足奶源+丰富产能巩固区域龙头。水牛奶资源相对稀缺，单体年产奶量低于 2 吨，仅为黑白花奶牛的 1/3，根据联合国粮农组织数据，2018 年全球水牛奶产量仅为乳制品总量的 15%，故实现量产需要大量水牛资源。受地理环境和耕作方式影响，广西水牛资源丰富，水牛养殖已形成成熟产业，2019 年，广西水牛存栏 225 万头，其中奶水牛存栏 4.42 万头，水牛奶产量 2.76 万吨，存栏数、产奶量均位居全国第一。根据广西水牛奶业发展规划，到 2025 年，广西将实现全区挤奶水牛存栏 6 万头，奶产量 6 万吨，水牛奶业总产值超过 50 亿元。到 2035 年，挤奶水牛存栏 10 万头，奶产量 16 万吨，水牛奶业总产值超过 150 亿元，成为百亿大产业。公司作为广西奶业龙头，通过“自建+基地+农户”模式，前瞻性布局西南地区 27 个奶源基地和 6 个乳品加工厂，拥有全广西 80%可控水牛奶奶源，年产各类乳制品能力 50 万吨，有效保证优质的生水牛乳供应及稳定的采购价格。2020 年 11 月，公司非公开发行募资 9.78 亿元，投入 20 万吨级云南高原特色乳制品智能工厂项目，预计进一步提升产能，拓展西南市场。

图 12：水牛奶产量仅为乳制品产量的 15%



数据来源：网络资料整理，东北证券

表 3：公司工厂和养殖基地布局

	名称	属性
现代 化乳 品加 工厂	华南乳品	主要生产基地
	来思尔乳业	主要生产基地
	优氏乳业	主要生产基地
	云南高原特色乳制品智能工厂	预计 2022 年建成
	遵义乳制品加工基地	预计 2023 年建成
	巴马益生菌产业化生产基地	预计 2023 年建成
	名称	地点
标准 化养 殖基 地	云表基地、武鸣华侨农场、田东基地、百色田林基地、金光基地、上思基地、沙井二基地、江南根竹基地、钦州文利基地、桂平基地、来宾奶水牛基地、来宾花水牛基地、横县辉兴基地、横县新平基地、宾阳马潭基地、北流基地	广西
	湖南常德牧场、湖南长沙牧场	湖南
	云南剑川万头奶牛养殖牧场、云南皇氏来思尔乳业巍山千头奶牛示范场	云南

数据来源：东北证券

持续品类迭代，完善产品矩阵。公司持续加强研发投入，推动产品迭代，自成立起即确立水牛奶差异化产品策略，自 2010 年起，每年至少推出一款新品上市，截至 2020 年，公司产品覆盖水牛奶、低温奶、常温奶、酸牛奶等 12 大系列，完善产品矩阵，全方位触达各年龄段消费群体。

2.1.2 渠道深度下沉、多元发展，助力公司开疆扩土

渠道深度下沉，区外渠道加速扩张。目前公司渠道主要包括送奶上门、商超、传统经销商渠道（含学生奶）、电商渠道（含自动售卖机），传统经销商渠道占比过半，其次为送奶上门（占比超过 20%）。经过 20 年深耕，公司已基本覆盖广西壮族自治区内重点城市，并持续推进渠道下沉策略，深入挖掘低线城市和乡镇市场潜能，同时寻求周边省区新市场业务扩张，目前经销商渠道已经在云桂黔湘地区全面覆盖，并在大湾区、长三角、大成渝地区加快渗透和布局。

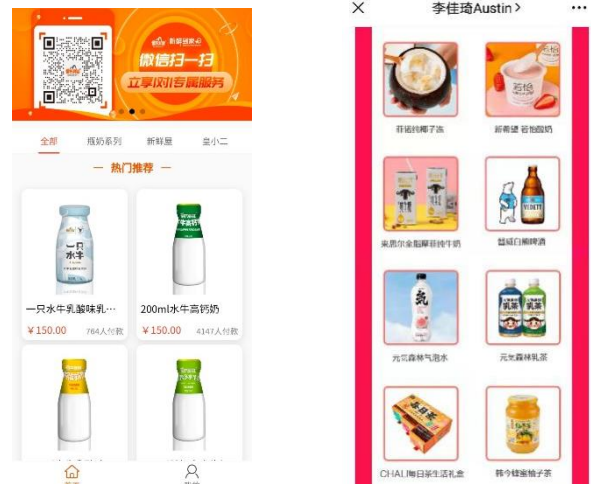
发力新零售，线上线下多元化渠道并行。公司作为区域性乳企龙头，本地化优势明显，送奶入户渠道拥有日均 50 万份鲜奶宅配量，学生奶渠道拥有 100 万稳定学生奶用户。同时，公司积极拥抱新零售，开辟多元新渠道：①新鲜到家数字化渠道，公司拟在广西及周边地区投入 10,000 台乳制品自助售取终端，深入小区、写字楼等乳制品消费场景，提升公司的配送效率与消费者的体验；②尝试社区配送、直播带货等新型渠道，收效显著，2020 年“5.17 天猫零食节”与头部主播李佳琦合作，摩菲水牛纯牛奶仅直播三分钟即售出 20 多万件，新品“饭不着”通过主播带货，实现 1 分钟内 36 万杯销量，并获得当日低温酸奶类目“交易指数”和“流量指数”第一名，多种尝试进一步拓宽零售渠道。

图 13：皇氏学生奶系列



数据来源：公司官网，东北证券

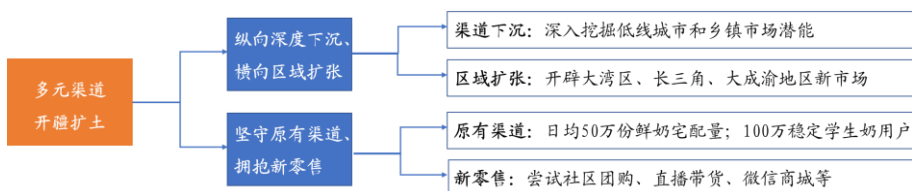
图 14：发力线上多元化零售渠道



数据来源：微信公众号，东北证券

自有配送物流完善，与橙心优选合作，助力水牛奶推广全国。公司拥有完备的冷链配送渠道，建立了冷藏运输车辆、奶站配送点、送奶到户等完善的配送体系。2020年10月，公司与滴滴旗下的社区电商平台橙心优选达成战略合作，双方将在渠道互通、产品定制及仓储物流等方面开展业务合作。橙心优选将通过自身的供应链网络 and 平台优势，把皇氏水牛奶产品输送至全国重点市场，为平台用户提供更多的优质商品的同时，助力皇氏水牛奶全国推广战略的实施。

图 15：公司渠道建设



数据来源：公开资料，东北证券

2.2. 发力信息板块，发掘业务新支点

发力信息板块，挖掘金融、互联网多领域客户。2015年起，公司正式进入信息服务板块，先后收购完美在线和筑望科技，成立皇氏数智：(1) 子公司完美在线是银联数据最大的电子账单服务商，占领了城商行渠道短信通知业务90%以上的市场份额，服务的信用卡用户超过1亿人。(2) 子公司筑望科技主营业务是提供移动信息化的运营支撑平台，与三大电信运营商建立长期深度的合作关系，服务的客户包括阿里巴巴、腾讯、京东、滴滴、唯品会、去哪儿网、国信证券等知名企业。(3) 子公司

皇氏数智主要发展短信、客服、电商、智能化等业务。

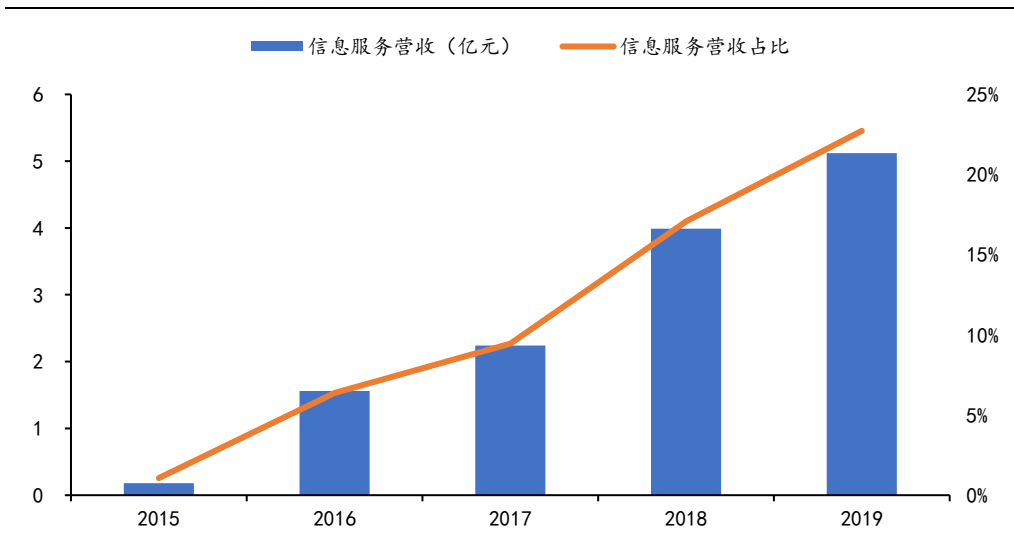
表 4：子公司完美在线、筑望科技的主要业务

完美在线	银行卡电子账单业务	银行客户共有 136 家，覆盖全国 30 个省市自治区，在全国城商行市场占有率达到 85%
完美在线	银行卡客服服务	为银行卡提供信用卡前审，信用卡风险控制等客服服务
完美在线	语音服务	呼叫中心、语音验证码、包月语音线路、400 语音号码
筑望科技	短信	拥有全国跨地区电信增值业务经营许可证，全网 1065、1069 通道资源
筑望科技	流量	支持全国流量充值及通用流量包、定向流量包、定向流量池等
筑望科技	落地服务	为企业 提供 10690、10698，950/1/2 及 953/5 代码的落地服务

数据来源：公开资料，东北证券

信息业务营收迅速增长，有望成为业绩新支点。2015-2019 年，公司信息服务实现快速增长，营收由 0.18 亿元增长至 5.12 亿，CAGR 高达 130.94%，营收占比由 1.07% 选择提升至 22.73%，有望成为公司业绩的新增长点。

图 16：公司信息服务营业收入（亿元）及其占比



数据来源：公司公告，东北证券

信息业务助力乳业发展，数字化转型应对疫情冲击。近年来，公司积极推动乳业与信息两大核心业务的资源整合和业务协同，充分利用信息业务积累下来的数据和技术为乳业赋能，进一步构筑与消费者沟通与服务的桥梁，为皇氏产品走出西南、并逐步发展全国市场搭建有利平台。疫情冲击下，公司主动进行数字化转型升级，积极与韵达、中通等开展合作，借助大数据、云计算、云仓等数字化技术，积极拥抱新零售，加快传统经营模式向数字化转型，未来发展可期。

3. 盈利预测

收入方面，我们预测 2020-2022 年收入分别为 24.51、29.81、35.36 亿元，1) 乳制品：预计 2020-2022 年收入增长 7.5%/20%/18%；2) 信息服务：预计 2020-2022 年

收入增长 15%/27%/20%；3) 广告传媒: 预计 2020-2022 年收入增长-50%/10%/10%；

表 5: 业务拆分和盈利预测

年份	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	2,446.4	2,366.7	2,335.9	2,253.3	2,450.7	2,980.8	3,536.3
YOY	45.2	-3.3	-1.3	-3.5	8.8	21.6	18.6
总成本	1,592.3	1,549.1	1,683.6	1,646.6	1,809.1	2,197.5	2,605.4
总毛利	854.1	817.7	652.3	606.7	641.6	783.3	930.9
毛利率(%)	34.9	34.5	27.9	26.9	26.2	26.3	26.3
乳制品与食品等							
收入	1,116.5	1,219.5	1,360.7	1,520.3	1,634.4	1,961.2	2,314.2
YOY	8.4	9.2	11.6	11.7	7.5	20.0	18.0
成本	694.1	825.2	948.1	1,074.1	1,183.3	1,412.1	1,666.3
毛利	422.4	394.3	412.5	446.2	451.1	549.1	648.0
毛利率(%)	37.8	32.3	30.3	29.4	27.6	28.0	28.0
信息服务							
收入	156.0	223.6	399.1	512.2	589.0	748.0	897.6
yoy	760.6	43.4	78.5	28.3	15.0	27.0	20.0
成本	105.0	159.4	285.5	377.0	427.0	541.6	647.2
毛利	51.0	64.2	113.7	135.2	162.0	206.5	250.4
毛利率(%)	32.7	28.7	28.5	26.4	27.5	27.6	27.9
广告传媒							
收入	842.7	748.7	302.8	25.8	12.9	14.2	15.6
YOY	83.9	-11.2	-59.6	-91.5	-50.0	10.0	10.0
成本	486.9	417.7	193.5	17.3	7.1	8.7	9.7
毛利	355.8	331.0	109.3	8.5	5.8	5.5	5.9
毛利率(%)	42.2	44.2	36.1	32.9	44.8	39.0	38.0
其他业务							
收入	331.3	174.9	273.4	195.0	214.4	257.3	308.8
YOY	85.4	-47.2	56.3	-28.7	10.0	20.0	20.0
成本	306.4	146.9	256.6	178.1	191.7	235.2	282.2
毛利	24.9	28.1	16.9	16.8	22.7	22.1	26.6
毛利率(%)	7.5	16.1	6.2	8.6	10.6	8.6	8.6

数据来源: 公司公告, 东北证券

表 6：可比公司估值（以 2021 年 2 月 5 日收盘价计算）

证券简称	预测 PE(2020 年)	预测 PE(2021 年)	预测 PE(2022 年)
燕塘乳业	27.0	20.6	17.5
新乳业	51.6	36.6	29.2
熊猫乳品	73.0	66.9	44.8
天润乳业	27.6	23.4	20.3
三元股份	86.9	37.1	30.9
光明乳业	40.3	34.2	28.8
伊利股份	36.9	31.5	27.5
一鸣食品	45.4	30.5	25.4
平均	49.1	35.7	28.4

数据来源：Wind，东北证券

预计 2020-2022 年 EPS 为 0.07、0.09、0.11 元，对应 PE 分别为 52X、41X、31X。

首次覆盖，给予“增持”评级。

4. 风险提示

- 1) 原奶价格大幅波动
- 2) 商誉减值风险
- 3) 盈利预测和估值判断不及预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	569	56	76	214
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	396	704	783	907
存货	119	162	185	219
其他流动资产	854	1,012	1,239	1,428
流动资产合计	1,938	1,934	2,283	2,767
可供出售金融资产				
长期投资净额	654	654	654	654
固定资产	871	1,053	1,174	1,291
无形资产	324	320	259	225
商誉	358	356	354	354
非流动资产合计	3,007	3,199	3,276	3,382
资产总计	4,946	5,133	5,558	6,149
短期借款	952	820	1,050	1,277
应付款项	318	405	469	556
预收款项	57	74	85	101
一年内到期的非流动负债	318	318	318	318
流动负债合计	1,835	1,870	2,202	2,584
长期借款	60	116	84	132
其他长期负债	596	596	596	596
长期负债合计	656	712	680	728
负债合计	2,490	2,581	2,881	3,312
归属于母公司股东权益合计	2,180	2,252	2,338	2,448
少数股东权益	275	300	339	390
负债和股东权益总计	4,946	5,133	5,558	6,149

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,253	2,451	2,981	3,536
营业成本	1,647	1,809	2,198	2,605
营业税金及附加	12	22	22	27
资产减值损失	0	-6	-5	-5
销售费用	265	298	355	423
管理费用	154	149	179	210
财务费用	80	67	86	88
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	24	0	-2	2
营业利润	68	86	122	167
营业外收支净额	10	11	12	9
利润总额	77	97	134	176
所得税	-9	15	23	30
净利润	86	82	111	146
归属于母公司净利润	49	58	72	95
少数股东损益	37	25	39	51

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	86	82	111	146
资产减值准备	29	6	5	5
折旧及摊销	128	48	-34	16
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	100	68	71	81
投资损失	-24	0	2	-2
运营资本变动	-217	-342	-228	-191
其他	-23	-25	-27	-29
经营活动净现金流量	79	-162	-100	25
投资活动净现金流量	-410	-207	-8	-81
融资活动净现金流量	260	-144	128	194
企业自由现金流	-612	278	318	280

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.06	0.07	0.09	0.11
每股净资产 (元)	2.60	2.69	2.79	2.92
每股经营性现金流量	0.09	-0.19	-0.12	0.03
成长性指标				
营业收入增长率	-3.5%	8.8%	21.6%	18.6%
净利润增长率	107.9%	18.6%	25.2%	31.5%
盈利能力指标				
毛利率	26.9%	26.2%	26.3%	26.3%
净利润率	2.2%	2.4%	2.4%	2.7%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	59.34	102.42	93.08	90.57
存货周转率 (次)	26.46	32.73	30.72	30.68
偿债能力指标				
资产负债率	50.4%	50.3%	51.8%	53.9%
流动比率	1.06	1.03	1.04	1.07
速动比率	0.84	0.77	0.78	0.81
费用率指标				
销售费用率	11.8%	12.1%	11.9%	12.0%
管理费用率	6.8%	6.1%	6.0%	5.9%
财务费用率	3.6%	2.7%	2.9%	2.5%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	61.33	51.69	41.29	31.40
P/B (倍)	1.37	1.32	1.28	1.22
P/S (倍)	1.32	1.22	1.00	0.84
净资产收益率	2.2%	2.6%	3.1%	3.9%

资料来源：东北证券

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员, 南京证券股份有限公司研究员。具有10年证券研究从业经历, 荣获2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第1名, 2019年Wind资讯金牌分析师第5名, 2018年每市食品饮料行业年度组合收益第4名, 2018年投研社最受机构欢迎分析师, 2018年进门财经百佳分析师, 2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第7名, 2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第3名, 2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第2名, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第1名。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深300指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn