东兴证券 DONGXING SECURITIES

皇氏集团（002329）：主业稳态发展，数智信息加持

2020 年 11 月 20 日

推荐/首次

皇氏集团 | 公司报告

公司主业稳态发展，数智信息并行扩宽业务外延。公司主营液态乳制品的生产、加工、销售以及与此产业关联的奶牛养殖、牧草种植业务；乳业板块包含牧草种植、奶牛养殖、乳品加工及销售等全产业链业务。主要产品是以黑白花牛奶、水牛奶为主要原料的巴氏杀菌奶、水牛奶、特色果奶、酸奶等液态乳制品和乳饮料。数智信息板块以数智产业为主导核心，依托云计算、大数据等数智技术和海量的数据基础，构建起强大的线上服务平台，主要服务于金融、互联网、通信、电子商务、公共事业、现代物流等多个行业。

乳制品的优势集中于产品品类差异化、区域渠道掌握方面。过去 20 年，乳业板块年化增长 10-15%。**产品方面，**公司聚焦特色产品水牛奶，根据科研部门测定，1 公斤水牛奶所含营养价值相当于黑白花牛奶 1.85 公斤；水牛奶的脂肪、蛋白质、乳糖的含量是黑白花牛奶的数倍，矿物质和维生素含量也是黑白花牛奶和人乳的数十倍；水牛奶香醇浓厚，胆固醇低，维生素、微量元素丰富，酪蛋白含量高，能进行高质量乳制品的深加工；水牛奶铁和维生素 A 的含量分别是黑白花牛奶的约 80 倍和 40 倍。根据联合国粮农组织统计，牛奶占全球奶消费的 82.7%，其后是水牛奶(13.3%)、羊奶(3.6%)、骆驼奶(0.4%)。国内水牛奶是 532 万吨的消费市场，目前仅有 20 万吨的生产规模。**渠道方面，**送奶入户拥有日均 50 万份鲜奶宅配量；学生奶渠道方面，占据 100 万稳定的学生奶用户；线上云闪付平台上线前 50 天新用户 2 万人，转化银联会员 3500 人，新增订单 6 万单价值约近 900 万元，宅配交易量已超越皇氏原有线上渠道交易量。

在公司优势区域渠道下沉、外阜区域渠道开拓（如发力云南、湖南、贵州宅配业务）、线上“社区+直播+电商”持续深耕、产品低温和水牛奶产品占比提升，以及学生奶集采业务扩大的背景下，我们认为未来 3 年公司乳制品板块将继续保持每年 15%-30%的增长。2021/2022/2023 年将分别贡献营收 18.08/22.2/27.38 亿元。

投资建议：我们看好公司公司乳品主业稳定发展，数智信息业务扩宽外延，预计公司 20-22 年实现营收 26.07/30.44/35.07 亿元，对应的 EPS 分别为 0.14/0.18/0.23 元，对应的 PE 分别为 34/27/21 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：行业政策出现重大变化、乳制品发展不及预期，食品安全问题。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,335.91	2,253.25	2,606.56	3,044.46	3,507.22
增长率（%）	-1.30%	-3.54%	15.68%	16.80%	15.20%
归母净利润（百万元）	(616.20)	48.63	58.98	74.85	94.69
增长率（%）	-1186.01%	107.89%	21.29%	26.92%	26.50%
净资产收益率（%）	-28.95%	2.23%	3.30%	4.11%	5.06%
每股收益(元)	(0.74)	0.06	0.14	0.18	0.23
PE	(6.65)	82.00	34.43	27.13	21.45

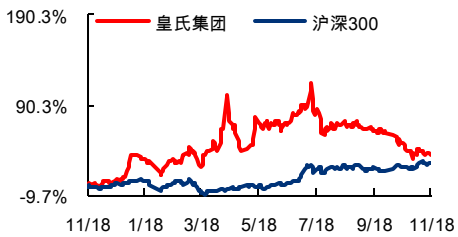
公司简介：

公司是我国水牛奶产业经营规模最大、技术实力最强的乳品企业，广西地区唯一拥有自治区级企业技术中心的乳品企业。公司主营液态乳制品的生产、加工、销售以及与此产业关联的奶牛养殖、牧草种植业务，主要产品是以黑白花牛奶、水牛奶为主要原料的巴氏杀菌奶、水牛奶、特色果奶、酸奶等液态乳制品和乳饮料。先后担任国家科技攻关计划项目《水牛奶制品加工技术和标准研究》的主持单位、国家级星火计划项目《南方优质牧草产业化示范工程》和《引进国外先进技术建设标准化乳产品加工生产基地》的承担单位、“十一五”国家科技支撑计划重大项目《奶业发展重大关键技术研究与示范》中《奶水牛生产技术集成研究与示范》课题的主持单位。

交易数据

52 周股价区间（元）	7.81-3.61
总市值（亿元）	41.46
流通市值（亿元）	25.95
总股本/流通 A 股（万股）	83,764/52,426
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	4.23

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席研究员：孟斯硕

S1480520070004 mengssh@dxzq.net.cn

PB	1.94	1.89	1.14	1.11	1.09

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 公司简介.....3
1.1 历史沿革.....3
1.2 业务发展：水牛奶为特色，乳制品为核心，结合信息媒体组成双规道.....3
2. 公司未来增长点.....4
2.1 优势主营业务稳定增长.....4
2.2 新增亮点可期.....6
2.2.1 产业并购扩乳业板块，进军羊奶及全国鲜奶日配市场.....6
2.2.2 结合无人零售，借助“皇小二”鲜奶取奶机放量终端触达.....6
3. 盈利预测与评级.....6
4. 风险提示.....6
相关报告汇总.....8

插图目录

图 1: 皇氏集团近年业务结构占比.....3
图 2: 皇氏集团营收、归母净利润及增速.....3
图 3: 皇氏集团乳制品产品结构占比.....4
图 4: 皇氏集团乳制品奶源结构占比.....4
图 5: 皇氏集团水牛奶产品占比逐步提升.....5
图 6: 全球水牛奶消费量占比.....5
图 7: 皇氏新鲜订日均配送量 50 万瓶.....5
图 8: 皇氏学生奶渠道.....5
图 9: “皇小二”鲜奶取奶机.....6

表格目录

表 1: 皇氏集团历史沿革.....3

1. 公司简介

皇氏集团成立于 2001 年，2010 年发行上市，是我国经营规模最大、技术实力最强的水牛奶乳品企业。目前，集团共拥有 48 家分、子公司，业务范围涵盖乳业、数智信息、大健康等产业。

1.1 历史沿革

公司 2001 年成立至今，先后涉足乳制品行业、信息影视行业；20 年来坚持发展乳制品业务乳业板块年化增长 10-15%，在广西、云南、湖南、贵州等地分别建立和控制了 25 个标准化奶牛养殖基地和 5 个现代化乳品加工厂，乳制品年规划产能达 50 万吨。

表1：皇氏集团历史沿革

时期	业务板块	时间	发展历程
创业期	乳品业	**2001 年**	**公司成立**
		2002 年	上思牧场开工建设
		2003 年	承担国家科技部水牛奶研究攻关项目
		2005 年	广西南宁十万吨乳品加工基地建成投产
		2006 年	水牛奶、乳酸饮品正式出口香港市场
		2007 年	通过国家学生饮用奶定点生产企业认定
		2008 年	广西来宾乳品厂投产
		2009 年	通过国家乳品加工技术研发分中心认定
上市发展		**2010 年**	**公司上市**
		2011 年	成立皇氏云南大理来思尔乳业有限公司
		2012 年	田林农业生态园开工建设
	信息影视	2014 年	收购御嘉影视集团有限公司
		2015 年	收购北京盛世骄阳、浙江完美在线，入股杭州遥指科技；
		2016 年	收购浙江臻品悦动、北京易联视讯股权
	乳品业	2017 年	皇氏湖南优氏 10 万吨加工基地投产；遵义乳业公司成立
		2018 年	20 万吨华南中央工厂投产
		2019 年	云南剑川牧场开工建设

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

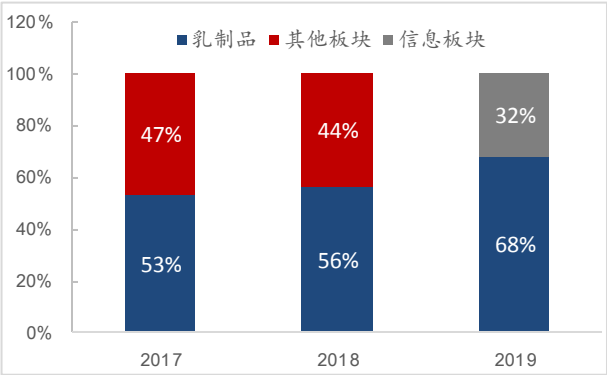
1.2 业务发展：水牛奶为特色，乳制品为核心，结合信息媒体组成双规道

公司主营液态乳制品的生产、加工、销售以及与此产业关联的奶牛养殖、牧草种植业务；乳业板块包含牧草种植、奶牛养殖、乳品加工及销售等全产业链业务。主要产品是以黑白花牛奶、水牛奶为主要原料的巴氏杀菌奶、水牛奶、特色果奶、酸奶等液态乳制品和乳饮料。

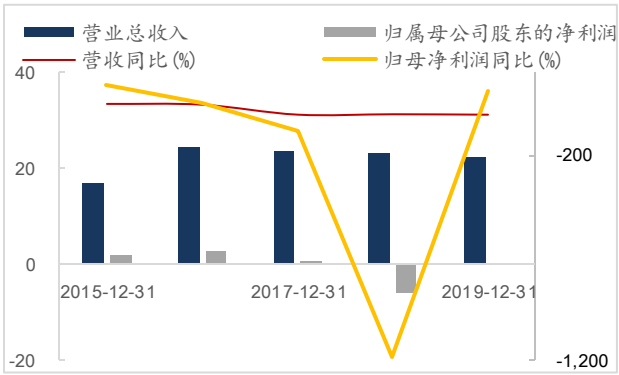
数智信息板块以数智产业为主导核心，依托云计算、大数据等数智技术和海量的数据基础，构建起强大的线上服务平台，主要服务于金融、互联网、通信、电子商务、公共事业、现代物流等多个行业。

图1：皇氏集团近年业务结构占比

图2：皇氏集团营收、归母净利润及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

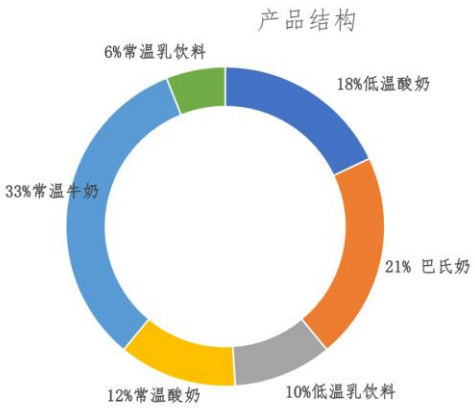


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2017-2019 年，公司实现营业收入分别为 23.67 亿元、23.36 亿元和 22.5 亿元，营业收入规模较为稳定（收入下降主要受剥离影视业务影响）。2017-2019 年，实现归属于母公司股东的净利润分别为 0.57 亿元、-6.16 亿元 0.42 亿元，受计提资产减值准备的影响，公司自 2018 年首次出现亏损。（2017 年、2018 年分别计提商誉减值准备 1.91 亿元、5.53 亿元）。

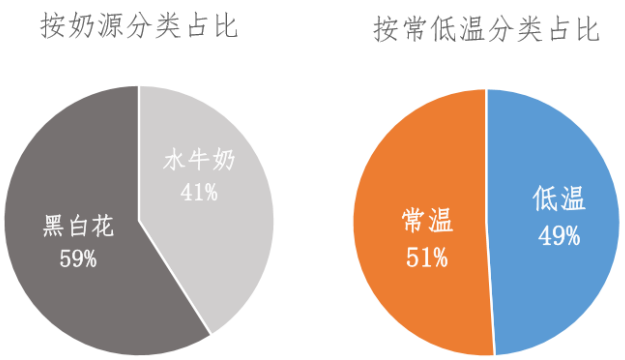
业务结构方面，乳制品是公司营业收入最重要的组成部分，近三年占比持续提高，分别为 53%、56%、68%，乳制品毛利率保持在 30%以上。

图3：皇氏集团乳制品产品结构占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：皇氏集团乳制品奶源结构占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

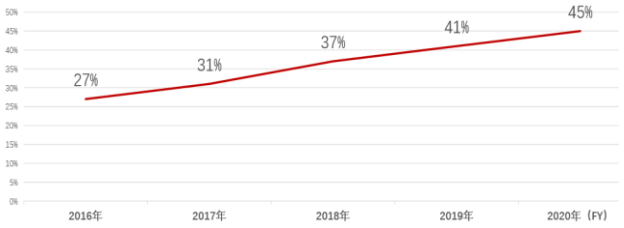
2. 公司未来增长点

2.1 原有业务稳定增长

公司主营业务，即乳制品的优势集中于产品品类差异化、区域渠道掌握方面，过去 20 年，乳业板块年化增长 10-15%。产品方面，公司聚焦特色产品水牛奶，根据科研部门测定，1 公斤水牛奶所含营养价值相当于黑白花牛奶 1.85 公斤；水牛奶的脂肪、蛋白质、乳糖的含量是黑白花牛奶的数倍，矿物质和维生素含量也是

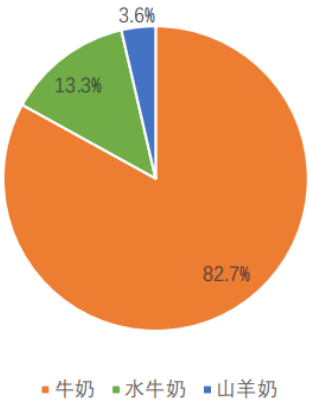
黑白花牛奶和人乳的数十倍；水牛奶香醇浓厚，胆固醇低，维生素、微量元素丰富，酪蛋白含量高，能进行高质量乳制品的深加工；水牛奶铁和维生素 A 的含量分别是黑白花牛奶的约 80 倍和 40 倍。根据联合国粮农组织统计，牛奶占全球奶消费的 82.7%，其后是水牛奶(13.3%)、羊奶(3.6%)、骆驼奶(0.4%)。国内水牛奶是 532 万吨的消费市场，目前仅有 20 万吨的生产规模。

图5：皇氏集团水牛奶产品占比逐步提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

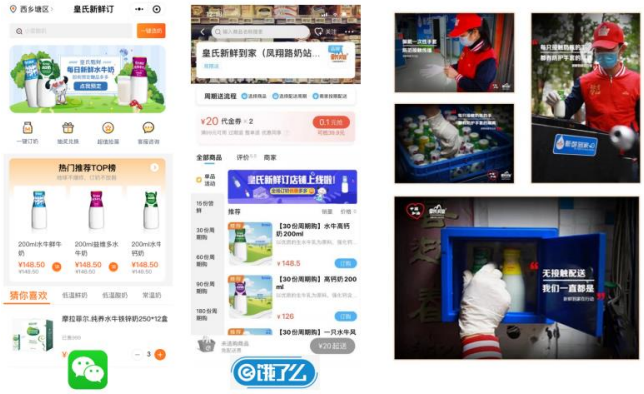
图6：全球水牛奶消费量占比



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

渠道方面，送奶入户拥有日均 50 万份鲜奶宅配量；学生奶渠道方面，占据 100 万稳定的学生奶用户；线上云闪付平台上线前 50 天新用户 2 万人，转化银联会员 3500 人，新增订单 6 万单价值约近 900 万元，宅配交易量已超越皇氏原有线上渠道交易量。

图7：皇氏新鲜订日均配送量 50 万瓶



资料来源：公开信息，东兴证券研究所

图8：皇氏学生奶渠道

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

在公司优势区域渠道下沉、外阜区域渠道开拓（如发力云南、湖南、贵州宅配业务）、线上“社区+直播+电商”持续深耕、产品低温和水牛奶产品占比提升，以及学生奶集采业务扩大的背景下，我们认为未来 3 年公司乳制品板块将继续保持每年 15%-30%的增长。2021/2022/2023 年将分别贡献营收 18.08/22.2/27.38 亿元。

2.2 新增亮点可期

2.2.1 产业并购扩乳业板块，进军羊奶及全国鲜奶日配市场

公司投资湾区低温羊奶项目、成渝大区日配鲜奶项目、长三角低温奶项目，预计可为公司带来新增营业收入约 2.8 亿/年，新增利润约 3500 万/年；新建海南优质奶水牛胚胎及育繁项目预计可为公司新增利润 6000-8000 万/年。

2.2.2 结合无人零售，借助“皇小二”鲜奶取奶机放量终端触达

公司 2019 年已快速运行前置仓（500 个），配货门店（1500 家），“皇小二”自助取奶终端（1.8 万个），累计新增订户 50 万份。

图9：“皇小二”鲜奶取奶机

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

3. 盈利预测与评级

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.59、0.75 和 0.95 亿元，对应 EPS 分别为 0.14、0.18 和 0.23 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 34、27 和 21 倍。看好公司乳品主业稳定发展，信息传媒业务扩宽外延，首次覆盖给予“推荐”评级。

4. 风险提示

行业政策出现重大变化、乳制品发展不及预期，食品安全问题。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2675	1938	2345	2579	2981	**营业收入**	2336	2253	2607	3044	3507
货币资金	444	569	577	722	804	**营业成本**	1684	1647	1892	2194	2510
应收账款	848	366	685	648	834	营业税金及附加	13	12	14	17	25
其他应收款	866	509	589	688	792	营业费用	266	265	300	341	438
预付款项	272	272	272	272	272	管理费用	151	154	183	206	267
存货	153	119	155	169	199	财务费用	108	80	87	121	132
其他流动资产	66	50	50	50	50	研发费用	36	59	70	82	95
非流动资产合计	2105	3007	2722	2668	2628	资产减值损失	635.73	0.03	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	53	654	654	654	654	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	916	871	801	731	662	投资净收益	-58.76	24.46	0.00	0.00	2.00
无形资产	341	324	304	286	269	加：其他收益	11.96	37.77	5.00	0.00	60.00
其他非流动资产	169	471	282	295	339	**营业利润**	-605	68	66	83	103
资产总计	4780	4946	5057	5236	5598	营业外收入	5.70	14.30	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1455	1835	2870	3012	3327	营业外支出	1.51	4.52	0.00	0.00	0.00
短期借款	513	952	1995	2116	2393	**利润总额**	-601	77	66	83	103
应付账款	220	158	211	226	270	所得税	-3	-9	7	8	8
预收款项	70	57	27	1	-33	**净利润**	-598	86	59	75	95
一年内到期的非流动负债	243	318	318	318	318	少数股东损益	18	37	0	0	0
非流动负债合计	940	656	126	126	126	归属母公司净利润	-616	49	59	75	95
长期借款	353	60	60	60	60	**主要财务比率**					
应付债券	500	500	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2395	2490	2997	3138	3453	**成长能力**					
少数股东权益	256	275	275	275	275	营业收入增长	-1.30%	-3.54%	15.68%	16.80%	15.20%
实收资本（或股本）	838	838	413	413	413	营业利润增长	-1491.	-111.18	-3.12%	26.92%	23.75%
资本公积	1177	1180	1180	1180	1180	归属于母公司净利润增长	-1186.	-107.89	21.29%	26.92%	26.50%
未分配利润	65	104	122	145	174	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	2129	2180	1785	1822	1870	毛利率(%)	27.93%	26.93%	27.43%	27.93%	28.43%
负债和所有者权益	4780	4946	5057	5236	5598	净利率(%)	-25.60	3.81%	2.26%	2.46%	2.70%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	-12.89	0.98%	1.16%	1.43%	1.69%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	-28.95	2.23%	3.30%	4.11%	5.06%
经营活动现金流	94	79	-173	220	34	**偿债能力**					
净利润	-598	86	59	75	95	资产负债率(%)	50%	50%	59%	60%	62%
折旧摊销	188.17	128.47	93.76	92.94	92.14	流动比率	1.84	1.06	0.82	0.86	0.90
财务费用	108	80	87	121	132	速动比率	1.73	0.99	0.76	0.80	0.84
应收帐款减少	262	482	-319	38	-186	**营运能力**					
预收帐款增加	-39	-13	-29	-26	-35	总资产周转率	0.45	0.46	0.52	0.59	0.65
投资活动现金流	-84	-410	213	-38	-50	应收账款周转率	2	4	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.91	11.93	14.13	13.92	14.15
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	-59	24	0	0	2	每股收益(最新摊薄)	-0.74	0.06	0.14	0.18	0.23
筹资活动现金流	-129	260	-33	-37	98	每股净现金流(最新摊薄)	-0.14	-0.08	0.02	0.35	0.20
应付债券增加	500	0	-500	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.54	2.60	4.32	4.42	4.53
长期借款增加	-70	-293	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	-425	0	0	P/E	-6.65	82.00	34.43	27.13	21.45
资本公积增加	3	3	0	0	0	P/B	1.94	1.89	1.14	1.11	1.09
现金净增加额	-119	-71	8	145	82	EV/EBITDA	-16.42	19.93	15.85	13.02	12.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	食品饮料行业报告：站在 DCF 的角度思考白酒的估值空间	2020-08-11
行业深度报告	食品饮料 2020 年中期策略：风宜长物放眼量	2020-08-06
行业深度报告	休闲食品产业：百舸争流	2020-05-19
专题报告	食品饮料：白酒板块存量时代分化加剧，食品板块增量背景竞相博弈——食品饮料行业 2020 年展望	2020-01-15
行业深度报告	东兴证券大消费组周观点 1 月第 1 期：高端白酒行稳致远，轻工关注纸企业绩回暖	2020-01-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526