

光明乳业 (600597.SH) 乳业行业

评级：买入 维持评级

公司点评

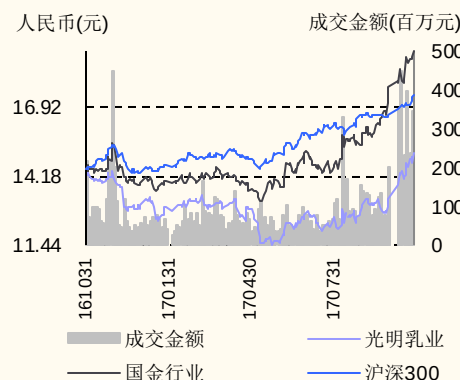
市场价格 (人民币): 15.09 元

新莱特维持高增长，期待经营效率持续提升

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,224.30
总市值(百万元)	18,570.31
年内股价最高最低(元)	15.09/11.44
沪深 300 指数	4021.97
上证指数	3416.81



相关报告

- 1.《新莱特贡献收入增速，销售费用降幅超预期-光明乳业公司点评》，2017.8.29
- 2.《享受原奶成本红利，盈利能力重回轨道-光明乳业公司点评》，2017.3.28
- 3.《低基数收入同比增速改善，成本红利持续-光明乳业公司点评》，2016.10.30

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.340	0.458	0.533	0.576	0.640
每股净资产(元)	3.69	4.06	4.44	4.87	5.36
每股经营性现金流(元)	1.52	2.12	1.66	1.64	1.77
市盈率(倍)	46.83	28.54	28.32	26.20	23.59
行业优化市盈率(倍)	59.90	63.69	88.93	88.93	88.93
净利润增长率(%)	-26.34%	34.63%	16.42%	8.10%	11.06%
净资产收益率(%)	9.22%	11.28%	12.00%	11.84%	11.94%
总股本(百万股)	1,230.64	1,230.64	1,230.64	1,230.64	1,230.64

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 光明乳业前三季度共录得营业收入 165 亿元，同比+6.7%，录得归母净利润近 5.3 亿元，同比+24.3%。其中 Q3 单季录得营业收入 55.8 元，同比+7.4%，录得归母净利润 1.63 亿元，同比-12.1%，主要受少数股东权益和税率的影响。

经营分析

- **新莱特贡献收入增速，液态奶整体略乏力：**Q3 单季收入同比+7.4%，增速相较 Q2 单季 5.3%的增速略有提速，我们认为主要增速依然来源于新莱特的贡献。2016 年 7 月份-2017 年 7 月份新莱特收入同比+39%，主要得益于大包粉的量价齐升，其中大包粉销量+21%，罐装婴幼儿奶粉销量+17%。8-9 月份恒天然全脂拍卖价格同比平均增速依然达 25%，而 a2 婴幼儿奶粉也通过了注册制，预计新莱特 Q3 收入端依然保持着较高的增速。而上游荷兰方面，今年通过整合产业链资源，提升奶牛结构等方面提高了单产以及牛奶品质，从上半年的数据看荷兰牧业收入同比+32.4%。液态奶方面，优倍依然在华东市场保持着稳定的增速，而整体或受竞品以及战线收缩回调影响，收入同比持平或略有下滑。
- **毛利率环比略降，销售费用减少超预期：**Q3 单季毛利率环比-0.8ppt/同比-5.8ppt 至 33.7%，我们认为主要是包材等辅材等价格影响。今年下半年上海生鲜乳基础价为 3.75 元/kg，环比上半年略有下滑/同比去年持平，且荷兰 90%的原奶供给光明，光明今年原奶端成本压力并不大。销售费用方面，Q3 销售费用率继续维持着逐季下滑的趋势，Q1/Q2/Q3 销售费用率同比-6.0ppt/-8.1ppt/-4.8ppt，绝对值同比减少 2.1 亿/3.6 亿/1.5 亿，从中报的数据看，降幅最为明显的是运输、广告及促销费用。我们期望看到光明未来持续的降本增效措施实行到位，将原本流程中不必要的铺张浪费减少，提高费用的投入产出率。我们尚无法拆分费用减少多少来自于经营效率的提高，多少来自于部分战线收缩。我们认为光明在开拓华东以外市场以及维护大本营市场过程中，费用的大幅减少不符合拓展维护中高端市场的战略，在部分市场回归原点重新起航后，将会增加费用投放的不确定性。
- **Q3 单季利润的下滑主要是税率及少数股东权益影响：**经营方面，Q3 单季光明毛利率同比-5.8ppt 而销售费用率同比-4.8ppt，管理费用率同比-0.8ppt，从而使得经营性利润同比小幅上升 3.1%。而财务费用同比减少 3800 多万，

申晟

分析师 SAC 执业编号：S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

于杰

分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

使得 Q3 单季息税前利同比+17%。但由于所得税率同比+7ppt，以及少数股东权益的增加（去年同期新莱特接受部分少数股东投资），Q3 单季利润同比-12%。上半年公司的税收大幅下滑主要是由于新莱特收到的税收返还，而光明的大部分税率集中体现在 Q4，我们预计全年的税率依然维持一个正常水平。

投资建议

- 我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 215.7 亿/231.2 亿/250.4 亿元，同比 +6.7%/7.2%/8.3%，利润分别为 6.56 亿元/7.09 亿元/7.87 亿元，同比 +16.4%/8.1%/11.1%，对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.533 元/0.576 元/0.640 元，目前公司股价对应 17/18 PE 分别为 28X/26X，我们维持“买入”评级。

风险提示

- 竞争加剧/费用投放升高

图表 1：财务预测

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	20,385	19,373	20,207	21,566	23,123	25,045	货币资金	2,002	3,320	3,366	4,169	4,958	5,905
增长率		-5.0%	4.3%	6.7%	7.2%	8.3%	应收款项	1,780	1,754	1,830	1,934	2,036	2,164
主营业务成本	-13,331	-12,378	-12,391	-14,109	-15,040	-16,145	存货	2,031	1,853	1,849	2,126	2,266	2,433
% 销售收入	65.4%	63.9%	61.3%	65.4%	65.0%	64.5%	其他流动资产	606	628	555	700	732	771
毛利	7,054	6,995	7,816	7,457	8,083	8,900	流动资产	6,419	7,555	7,600	8,929	9,993	11,273
% 销售收入	34.6%	36.1%	38.7%	34.6%	35.0%	35.5%	% 总资产	49.8%	48.9%	47.3%	50.8%	54.0%	57.5%
营业税金及附加	-86	-96	-119	-129	-139	-150	长期投资	20	70	71	71	71	71
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	5,408	6,944	7,376	7,198	7,068	6,884
营业费用	-5,469	-5,392	-5,619	-5,456	-5,943	-6,587	% 总资产	42.0%	45.0%	45.9%	41.0%	38.2%	35.1%
% 销售收入	26.8%	27.8%	27.8%	25.3%	25.7%	26.3%	无形资产	560	534	592	850	853	855
管理费用	-581	-683	-772	-733	-809	-902	非流动资产	6,465	7,892	8,480	8,636	8,507	8,326
% 销售收入	2.8%	3.5%	3.8%	3.4%	3.5%	3.6%	% 总资产	50.2%	51.1%	52.7%	49.2%	46.0%	42.5%
息税前利润（EBIT）	918	825	1,306	1,138	1,193	1,261	资产总计	12,883	15,447	16,080	17,565	18,500	19,599
% 销售收入	4.5%	4.3%	6.5%	5.3%	5.2%	5.0%	短期借款	1,815	1,696	1,200	1,224	1,047	847
财务费用	-78	-140	-290	-97	-75	-33	应付款项	4,140	4,930	5,292	6,144	6,577	7,104
% 销售收入	0.4%	0.7%	1.4%	0.4%	0.3%	0.1%	其他流动负债	527	444	761	986	1,042	1,111
资产减值损失	-117	-26	-54	-35	-41	-47	流动负债	6,482	7,070	7,253	8,355	8,666	9,061
公允价值变动收益	-25	9	13	0	0	0	长期贷款	859	1,089	415	415	415	416
投资收益	0	0	0	2	2	2	其他长期负债	343	2,025	2,252	2,064	2,064	2,064
% 税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	负债	7,684	10,184	9,920	10,834	11,145	11,541
营业利润	698	669	976	1,008	1,078	1,183	普通股股东权益	4,512	4,539	4,993	5,464	5,988	6,591
营业利润率	3.4%	3.5%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	少数股东权益	688	725	1,167	1,267	1,367	1,467
营业外收支	16	36	41	0	0	0	负债股东权益合计	12,883	15,447	16,080	17,565	18,500	19,599
税前利润	714	705	1,017	1,008	1,078	1,183	比率分析						
利润率	3.5%	3.6%	5.0%	4.7%	4.7%	4.7%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-131	-209	-342	-252	-270	-296	每股指标						
所得税率	18.3%	29.6%	33.6%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.461	0.340	0.458	0.533	0.576	0.640
净利润	583	496	675	756	809	887	每股净资产	3.666	3.688	4.057	4.440	4.866	5.356
少数股东损益	15	78	112	100	100	100	每股经营现金净流	0.273	1.517	2.120	1.657	1.641	1.768
归属于母公司的净利润	568	418	563	656	709	787	每股股利	0.280	0.120	0.150	0.150	0.150	0.150
净利率	2.8%	2.2%	2.8%	3.0%	3.1%	3.1%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	12.59%	9.22%	11.28%	12.00%	11.84%	11.94%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	4.41%	2.71%	3.50%	3.73%	3.83%	4.02%
净利润	583	496	675	756	809	887	投入资本收益率	9.41%	7.13%	10.99%	10.03%	9.99%	10.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	523	564	783	821	879	939	主营业务收入增长率	25.13%	-4.96%	4.30%	6.72%	7.22%	8.31%
非经营收益	114	293	261	107	158	135	EBIT增长率	34.52%	-10.15%	58.36%	-12.87%	4.78%	5.77%
营运资金变动	-894	507	883	355	174	214	净利润增长率	39.87%	-26.34%	34.63%	16.42%	8.10%	11.06%
经营活动现金净流	326	1,860	2,603	2,039	2,019	2,176	总资产增长率	11.37%	19.90%	4.10%	9.23%	5.33%	5.94%
资本开支	-1,762	-2,082	-1,101	-862	-710	-710	资产管理能力						
投资	0	-65	0	0	0	0	应收账款周转天数	27.6	31.3	29.6	30.0	30.0	30.0
其他	46	119	35	2	2	2	存货周转天数	48.3	57.3	54.5	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-1,717	-2,028	-1,065	-860	-709	-709	应付账款周转天数	55.5	63.8	60.8	60.0	60.0	60.0
股权募资	81	2	277	0	0	0	固定资产周转天数	82.4	120.3	128.0	115.3	102.3	88.8
债权募资	1,167	85	-1,315	-208	-178	-199	偿债能力						
其他	-466	1,357	-459	-169	-344	-321	净负债/股东权益	12.92%	-10.26%	-28.97%	-38.07%	-47.99%	-58.02%
筹资活动现金净流	782	1,444	-1,497	-376	-522	-520	EBIT利息保障倍数	11.7	5.9	4.5	11.8	15.8	38.7
现金净流量	-608	1,276	40	803	789	947	资产负债率	59.64%	65.93%	61.69%	61.68%	60.24%	58.89%

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	10	10	11
增持	0	1	8	8	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.44	1.44	1.42

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-11-03	买入	15.89	20.00~22.00
2	2016-04-19	增持	11.89	13.00~13.00
3	2016-08-31	增持	14.19	16.00~16.00
4	2016-10-30	增持	14.18	N/A
5	2017-03-28	增持	13.15	N/A
6	2017-08-29	买入	12.63	16.00~16.00

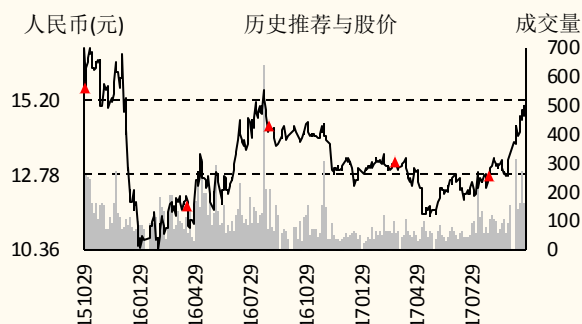
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH