

光明乳业（600597）

公司研究/点评报告

加码莫斯利安常温酸奶业务，公司未来可期

—光明乳业（600597）点评报告

点评报告/食品饮料

2019 年 05 月 30 日

一、事件概述

2019 年 5 月 29 日，光明乳业发布消息，聘请刘昊然成为其常温酸奶莫斯利安的新代言人。

二、分析与判断

➤ 产品、渠道、营销三端齐发力，期待 19 年常温奶营收重回增长轨道

产品端：针对莫斯利安常温酸奶产品老化的问题，公司从口味及包装两方面对产品进行升级，新莫斯利安口味更加丰富、包装更加精美，终端反馈良好；**渠道端：**即时返点兑现叠加严控压单有利于提升经销商销售热情及推动渠道的健康发展；**营销端：**新任董事长上台之后，公司一方面开始收紧费用的投放，另一方面调整费用结构，加大对于常温奶空中费用投放的力度，2019 年 5 月 29 日公司聘请当红明星刘昊然成为其常温酸奶莫斯利安的新代言人，彰显公司对于重振莫斯利安常温酸奶的决心。综上，产品、渠道、营销三端齐发力，期待 19 年常温奶营收重回增长轨道。

➤ 低温奶业务：深耕华东大本营因地制宜铺设低温产品，看好低温奶稳健增长

在低温奶业务方面，公司深耕华东大本营，华东市场消费者消费能力强叠加光明品牌壁垒较高使其议价能力较强等因素致使公司可以在对巴氏奶进行直接提价及推动低温产品结构升级的同时销量波动较小。综上，公司深耕华东大本营对低温奶业务进行提价及推动产品结构升级，量稳价增，我们看好低温奶业务稳健增长带动公司报表端实现收入利润双丰收。

➤ 子公司新莱特加码液态奶+收购益民一厂布局冷饮业务，公司有望逐渐受益

19 年起，子公司新莱特与新西兰当地超市合作，通过贴牌代加工的方式加码液态奶业务，液态奶的毛利率高于原先的大包粉业务，因此加码液态奶将有利于提升公司的盈利能力；18 年年底公司收购益民一厂以填补在冷饮业务方面的空白，19 年起公司推出莫斯利安冰淇淋等新产品，随着铺货率的提升，公司有望逐渐从冷饮新业务中受益。

三、投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入为 218.03 亿元/228.08 亿元/239.15 亿元，同比 +3.9%/4.6%/4.9%；实现归属上市公司净利润为 4.76 亿元/5.67 亿元/6.01 亿元，同比 +39.4%/18.9%/6.1%，折合 EPS 为 0.39 元/0.46 元/0.49 元，对应 PE 为 26X/22X/21X。以 wind 一致预期数据为基准，我们预计 2019 年乳品板块整体估值为 26 倍，公司估值与行业一致，考虑到三端发力助常温奶重回增长轨道叠加提价+结构升级助低温奶稳健增长迎合新产品的推进逐渐增厚公司业绩，预计未来公司业绩增速将快于行业平均水平。综上，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

原奶价格上涨超预期；环保风险；食品安全风险

推荐

首次评级

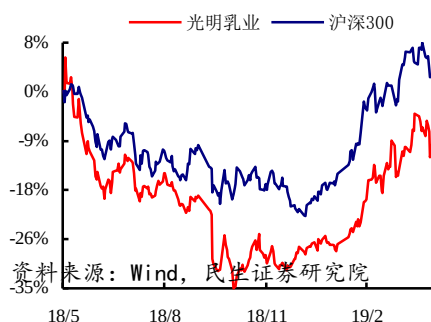
当前价格： 10.1 元

交易数据

2019-5-29

近 12 个月最高/最低(元)	12.35/7.52
总股本(百万股)	1,224
流通股本(百万股)	1,224
流通股比例(%)	99.98
总市值(亿元)	124
流通市值(亿元)	124

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

电话： 010-85127513

邮箱： yujie@mszq.com

研究助理：徐洋

执业证号： S0100118110006

电话： 021-60876710

邮箱： xuyang@mszq.com

相关研究

1. 光明乳业点评报告：第二期激励计划授予，有望激发公司活力
2. 光明乳业（600597）点评报告：第二季度继续较快增长，产品结构有望持续升级

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	20,986	21,803	22,808	23,915
增长率（%）	-4.7%	3.9%	4.6%	4.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	342	476	567	601
增长率（%）	-44.9%	39.4%	18.9%	6.1%
每股收益（元）	0.28	0.39	0.46	0.49
PE（现价）	36.19	25.96	21.83	20.57
PB	1.92	2.07	1.89	1.73

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	20,986	21,803	22,808	23,915
营业成本	13,993	14,457	15,012	15,693
营业税金及附加	96	117	118	121
销售费用	4,995	5,124	5,428	5,668
管理费用	668	721	715	767
EBIT	1,174	1,319	1,471	1,597
财务费用	201	154	137	136
资产减值损失	214	66	70	76
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	879	1,098	1,263	1,385
营业外收支	-86	-85	-86	-86
利润总额	792	1,013	1,177	1,299
所得税	266	289	316	385
净利润	527	724	861	914
归属于母公司净利润	342	476	567	601
EBITDA	2,005	1,319	1,471	1,597

资产负债表 (百万元)	2018E	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,068	6,366	6,554	7,095
应收账款及票据	1,644	1,494	1,774	1,839
预付款项	490	435	461	501
存货	2,033	1,626	1,878	1,963
其他流动资产	348	320	350	358
流动资产合计	8,582	10,241	11,018	11,757
长期股权投资	74	74	74	74
固定资产	5,933	5,867	5,797	5,721
无形资产	377	377	377	377
非流动资产合计	9,352	8,680	9,057	9,561
资产合计	17,934	18,922	20,075	21,318
短期借款	3,810	3,810	3,810	3,810
应付账款及票据	1,951	1,728	2,018	2,097
其他流动负债	4,020	4,339	4,341	4,591
流动负债合计	9,780	9,876	10,169	10,498
长期借款	900	900	900	900
其他长期负债	468	468	468	468
非流动负债合计	1,369	1,369	1,369	1,369
负债合计	11,149	11,245	11,538	11,866
股本	1,224	1,224	1,224	1,224
少数股东权益	1,448	1,695	1,990	2,302
股东权益合计	6,785	7,677	8,538	9,452
负债和股东权益合计	17,934	18,922	20,075	21,318

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	-4.7%	3.9%	4.6%	4.9%
EBIT 增长率	-7.8%	12.3%	11.5%	8.6%
净利润增长率	-44.9%	39.4%	18.9%	6.1%
盈利能力				
毛利率	33.3%	33.7%	34.2%	34.4%
净利润率	2.5%	3.3%	3.8%	3.8%
总资产收益率 ROA	1.9%	2.5%	2.8%	2.8%
净资产收益率 ROE	6.4%	8.0%	8.7%	8.4%
偿债能力				
流动比率	0.88	1.04	1.08	1.12
速动比率	0.62	0.83	0.85	0.89
现金比率	0.42	0.64	0.64	0.68
资产负债率	62.2%	59.4%	57.5%	55.7%
经营效率				
应收账款周转天数	30.80	25.02	28.40	28.07
存货周转天数	50.27	41.05	45.65	45.66
总资产周转率	1.20	1.18	1.17	1.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.39	0.46	0.49
每股净资产	4.36	4.88	5.35	5.84
每股经营现金流	1.19	1.47	0.74	1.14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	36.19	25.96	21.83	20.57
PB	1.92	2.07	1.89	1.73
EV/EBITDA	5.47	8.20	7.22	6.31
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018E	2019E	2020E	2021E
净利润	527	724	861	914
折旧和摊销	831	0	0	0
营运资金变动	-479	735	-296	131
经营活动现金流	1,454	1,795	906	1,392
资本开支	-1,625	520	-533	-666
投资	-184	0	0	0
投资活动现金流	-1,735	520	-533	-666
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,094	0	0	0
筹资活动现金流	772	-17	-185	-185
现金净流量	491	2,298	188	541

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。