

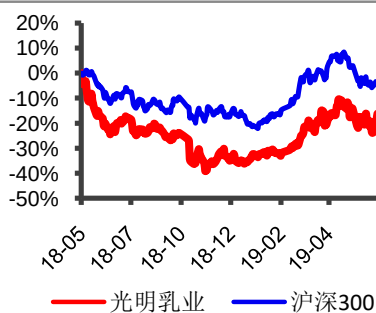
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价 (元)	10.39
52 周最高 (元)	11.71
52 周最低 (元)	7.05
总市值 (亿元)	127
流通市值 (亿元)	127
总股本 (亿股)	12.24
流通股本 (亿股)	12.24

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：高贺
SAC 执业证书编号：S1340118070002
Email: gaohe@postoa.com.cn
电话：010-67017788-9510

相关研究报告

光明乳业(600597.SH): 引领新鲜奶领域，自建牧场确保原料品质。 2018.11.23

光明乳业 (600597.SH):

定位新鲜乳品，走差异化路线提升竞争力

核心观点：

● 从牧场到消费者，打造新鲜乳品

光明乳业是中国著名乳企，行业排名第三，三大业务板块分别为液态奶、乳制品、牧业。光明乳业把牧场管理、乳品加工、冷链物流、送奶服务结合，致力于为消费者提供高品质液态奶。公司以提供新鲜乳品为定位，既通过光明随心订提供送奶到家服务，也通过超市、便利店进行零售。乳制品产品为奶粉、奶酪，牧业产品为原奶、饲料。

2018 年光明乳业收入 209.86 亿元，同比增长-3.17%，其中液态奶收入 124.30 亿元，同比增长-9.66%，乳制品收入 54.48 亿元，同比增长 4.88%，牧业产品收入 23.82 亿元，同比增长-1.44%。

● 液态奶差异化竞争路线，寻求独特核心竞争力

常温奶收入下滑严重，新鲜奶收入小幅增长。2018 年，公司常温奶业务收入约 50 亿，同比增长-23%，在奶制品行业竞争加剧背景下，公司控费措施使得常温酸奶莫斯利安市场份额下滑。2018 年，公司新鲜奶业务收入约 74 亿，同比增长 2.5%，线下商超渠道销量增加，订制送奶渠道销量收缩。

虽然公司液态奶收入出现一定下滑，但代表核心竞争力的低温奶业务态势较好。光明乳业选择与伊利差异化竞争路线，回归鲜牛奶本质，存在较大市场机遇。受奶源、运输半径等因素限制，低温奶收入更可能随着新区拓展呈现阶梯式增长，存在厚积薄发可能。在渠道上，商超零售相比订奶上门更具有灵活性，随着小区便利店冷柜储藏的普及，商超零售渠道鲜奶销售优势更加明显。

● 乳制品业务颇具看点

奶酪业务增长良好，奶粉具有竞争力。2018 年，公司奶酪业务收入 10.71 亿元，同比增长 27.80%，增长势头良好。主要产品儿童成长奶酪口味较好、营养丰富，具有市场竞争力。2018 年，公司奶

粉业务收入 43.34 亿元，基本维持稳定。公司子公司新西兰新莱特为国际知名奶粉品牌提供代工服务，业务关系稳定。凭借新西兰优质奶源和光明乳业国内销售渠道，未来新西兰新莱特高附加值产品占比有望继续提升。

● 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.42 元、0.47 元和 0.49 元，对应的动态市盈率分别为 24.65 倍、22.04 倍和 21.15 倍。维持“谨慎推荐”的投资评级。

● 风险提示

经济下滑，消费需求下降；行业政策风险；发生食品安全问题。

盈利预测

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	20986	21636	22393	23222
增长率	-3.17%	3.10%	3.50%	3.70%
归母净利润（百万）	342	516	577	602
增长率	-44.63%	51.04%	11.85%	4.19%
EPS（元）	0.28	0.42	0.47	0.49
PE	37.23	24.65	22.04	21.15

数据来源：光明乳业公告、中邮证券研发部

财务预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4068	4508	4965	5371	营业总收入	20986	21636	22393	23222
应收款及预付款	2134	2200	2277	2361	营业总成本	20227	20648	21216	22013
存货	2033	2096	2169	2249	营业成本	13993	14492	14932	15484
其他流动资产	347	347	347	347	税金及附加	96	110	108	115
金融资产	3	3	3	3	销售费用	4995	5191	5345	5527
长期应收款	1	1	1	1	管理费用	727	664	696	699
长期股权投资	74	74	74	74	财务费用	201	26	17	37
固定资产、无形资产	8544	8514	8471	8462	资产减值损失	214	107	56	88
其他非流动资产	731	731	731	731	其他经营收益	120	57	66	68
资产合计	17934	18473	19038	19599	投资净收益	0	0	1	0
短期借款	3810	3810	3810	3810	其他收益	119	0	65	68
应付票据及应付账款	1951	2011	2082	2159	营业利润	879	1045	1244	1277
预收款项及合同负债	913	941	974	1010	加：营业外收	26	35	39	43
其他应付款	3008	3008	3008	3008	减：营业外支	112	128	140	154
一年内到期债务及其他流动负债	0	0	0	0	利润总额	792	953	1142	1165
金融负债	138	138	138	138	减：所得税	266	257	357	351
长期借款和应付债券	900	900	900	900	净利润	527	696	785	814
其他长期负债	428	428	428	428	减：少数股东	185	180	208	213
负债合计	11149	11238	11341	11454	归母净利润	342	516	577	602
股本	1224	1224	1224	1224					
资本公积	1689	1689	1689	1689	财务指标				
留存收益	2424	2694	2948	3183		2018A	2019E	2020E	2021E
归属于母公司所有者权益	5337	5608	5861	6097	成长能力				
少数股东权益	1448	1628	1835	2048	营业收入增长率	-3.17%	3.10%	3.50%	3.70%
权益合计	6785	7235	7696	8145	利润总额增长率	-20.22%	18.98%	18.97%	2.70%
负债权益合计	17934	18473	19038	19599	归母净利润增长率	-44.63%	51.04%	11.85%	4.19%
					盈利能力				
现金流量表					毛利率	33.32%	33.02%	33.32%	33.32%
	2018A	2019E	2020E	2021E	归母净利率	1.63%	2.39%	2.58%	2.59%
净利润	527	696	785	814	ROE	7.76%	9.62%	10.20%	10.00%
资产减值、折旧、摊销	1039	1223	1169	1195	偿债能力				
资产处置损失、投资损失、利息支	307	203	202	203	资产负债率	62.17%	60.83%	59.57%	58.44%
存货、经营性项目净减少	-401	-40	-47	-51	利息保障倍数	4.48	5.28	6.21	6.47
经营活动产生的现金流量净额	1471	2082	2109	2161	营运能力				
固定资产、无形资产净投资	1625	1193	1126	1186	存货周转率	6.88	6.92	6.88	6.88
投资净支出	0	0	0	0	应收账款周转率	12.76	12.76	13.16	13.62
投资收益收到的现金	0	0	1	0	总资产周转率	1.17	1.17	1.18	1.18
其他投资现金净流入	-110	0	0	0	每股指标与估值				
投资活动产生的现金流量	-1735	-1193	-1125	-1186	EPS	0.28	0.42	0.47	0.49
分配股利、偿还利息支出	322	448	527	569	每股经营性现金流	1.20	1.70	1.72	1.76
其他净流入	1094	0	0	0	每股净资产	4.36	4.58	4.79	4.98
筹资活动产生的现金流量	772	-448	-527	-569	PE	37.23	24.65	22.04	21.15
现金净增加额	490	440	457	406	PB	2.38	2.27	2.17	2.09

数据来源：wind、光明乳业公告、中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。