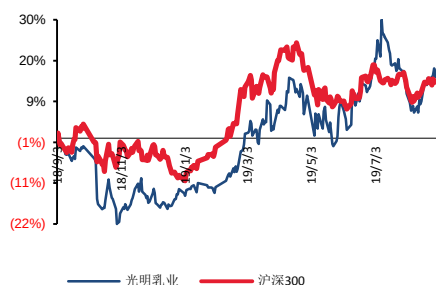


日常消费 食品、饮料与烟草

光明乳业中报点评：经销商大幅增加，新管理层注入新活力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,224/1,224
总市值/流通(百万元)	13,604/13,602
12 个月最高/最低(元)	12.33/7.52

相关研究报告：

光明乳业(600597)《2017 年年报点评：新莱特和牧业高增长，控费成效显著》——2018/03/28

光明乳业(600597)《三季报点评：收入维持稳定增长，费用收缩加大利润弹性》——2017/10/30

光明乳业(600597)《光明乳业中报点评：行业需求回暖，销售费用显著降低》——2017/08/29

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师助理：李鑫鑫

电话：13246620312

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

点评事件：光明乳业发布 2019 年中报，上半年实现营收 110.90 亿元、归母净利润 3.67 亿元、归母扣非净利润 3.98 亿元，分别同比增长 4.91%、9.70%、14.90%，净利率 3.31%，同比提升 0.14pct；单二季度营收 56.38 亿元、归母净利润 2.26 亿元、归母扣非净利润 2.27 亿元，分别同比增长 3.04%、12.38%、8.60%，净利率 4.03%，同比上升 0.21pct。

国内经销商增加，海外新莱特稳步发展

2019 年上半年公司实现营收 110.90 亿元，同比增长 4.91%(Q1:6.92%; Q2: 3.04%)。1) **按产品：**液态奶销售 64.92 亿元、其他乳制品 32.10 亿元、牧业产品 9.53 亿元、其他 3.57 亿元，分别增长 4.36%、18.35%、-35.10%、24.54%，收入增速主要由乳制品业务贡献，牧业产品收入减少主要是贸易收入减少。2) **按地区：**上海收入 28.24 亿元、外地 58.02 亿元、境外 23.87 亿元，分别同比增长 6.22%、-3.48%、18.22%，新莱特放量带动海外销售增长。3) **销售模式：**直营收入 29.80 亿元、经销商 77.17 亿元、其他 3.15 亿元，分别同比增长 3.94%、7%、-48.20%，经销商销售良好，上半年经销商增加 794 个，上海增加 145 个，外地增加 649 个。展望全年，我们认为公司常温奶业务增速稳定，低温奶业务有望发力，海外业务稳步发展，收入缓慢提升。

原奶价格上升压低毛利率，费用缩减净利率上行

2019H1 公司毛利率 32.80%，同比下滑 0.68pct (Q1: 32.24%/同比 -2.07pct, Q2: 33.34%/同比+0.63pct)，毛利率下行主要受原奶价格上升影响。期间费用率 25.83%，同比下降 1.15pct，其中销售费用率 21.82%，同比下降 1.12pct，主要是广告费、营销及销售服务费用下降所致。净利率 3.31%，同比提升 0.14pct，毛利率下行情况下，净利率提升主要得益于费用率的下降。

7 月 6 日公司董事会最新审议，同意增加不超过 1.5 亿元营销费用，用于公司 2019 年光明大品牌营销项目。展望全年，我们认为公司销售费用率将维持在历史平均水平，营销费用投放增加将为公司收入贡献更多增量。

新管理层带来新活力，收购后老树不断开新花

2019年6月公司聘任黄黎明先生为公司副总经理，同事任常温营销中心总经理。黄黎明先生历任公司低温产品大区经理、光明牧业负责人等职务，对公司业务熟悉，有望带动常温板块发展。

2018年底公司收购牛奶棚食品66.27%股权和益民食品一厂100%股权，收购后各板块融合加速，协同效应明显。协同产品莫斯利安酸奶冰淇淋、冰淇淋风味牛奶一经推出，迅速成为网红爆款，我们预计未来更多融合产品推出，将有效带动公司收入增长。

盈利预测与评级：维持“增持”评级

上半年公司国内经销商增加，海外新莱特稳步发展，下半年公司增加1.5亿元营销费用，加大品牌营销，预计将给公司收入贡献更多增量。光明新管理层给公司带来新活力，收购牛奶棚和益民食品一厂后，公司新品不断，老树不断开新花。我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.39元、0.443元、0.50元，按照2019年业绩给予30倍估值，一年目标价13元，给与公司“增持”评级。

风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧；渠道铺设不及预期。

■ 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20986	21733	22876	24550
增长率(%)	-3%	4%	5%	7%
净利润(百万元)	342	473	530	614
增长率(%)	-45%	38%	12%	16%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.39	0.43	0.50

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。