

光明乳业 (600597)

公司研究/点评报告

业绩表现亮眼，常温业务重拾正增长

—光明乳业 (600597) 19 年年报点评

点评报告/食品饮料

2020 年 04 月 21 日

一、事件概述

公司公布 2019 年年报。报告期内，公司实现营收 225.63 亿元，同比+7.52%，实现归母净利润 4.98 亿元，同比+45.84%。拟每股派现金红利 0.13 元（含税）。

二、分析与判断

➤ 19 年业绩表现亮眼，常温业务重回增长正轨

公司 2019 年实现营收 225.63 亿元，同比+7.52%，折合 Q4 单季度实现营收 54.26 亿元，同比+0.1%，基本与去年同期持平；2019 年实现归母净利润 4.98 亿元，同比+45.84%，折合 Q4 单季度实现归母净利润 0.54 亿元，同比扭亏（18Q4 亏损 0.52 亿元），主要系：（1）19Q4 期间费用控制得力，销售费用率和管理费用率有较为明显的下降。尤其是销售费用率同比有接近 2.2 亿元的下降金额，前期我们在 CTR 报告也提到 19Q4 光明在空中端费用投放有较为明显的收敛动作，同时地面段也未见大规模促销。（2）资产减值损失以及营业外收支净额等损益项同比看有一定的改善。总体而言，19 年公司业绩表现亮眼，主要归功于控费增效策略的实施。

分产品看，19 年公司液态奶业务取得营收 138.02 亿元，同比+11.03%，其中低温奶录得营收 81.63 亿元，同比+10.99%，延续增长趋势，常温奶则实现营收 53.43 亿元，同比+6.58%，扭转 17 年以来连续下滑的趋势，常温奶重拾正增长主要归功于公司 19 年对于常温产品进行的产品改造、品牌重塑以及营销改革；其他乳制品同比+15.39%，增量主要来自于新莱特的放量；牧业产品同比-29.93%。**分区域看**，19 年上海地区实现营收 59.04 亿元，同比+11.66%，上海以外地区实现营收 115.48 亿元，同比+0.80%，在新莱特放量带动下，国外则实现营收 49.48 亿元，同比显著+19.79%。

➤ 原奶价格上升+海外子公司低毛利业务放量稀释毛利率；销售费用率降低助净利率逆势增长

毛利率：19 年公司整体毛利率为 31.28%，同比-2.04ppt，下滑主因原奶价格上升及新莱特低毛利大包粉业务放量的稀释作用（液态奶/其他乳制品业务毛利率分别同比-3.81ppt/-3.08ppt）；**净利率**：19 年公司整体净利率为 3.02%，同比+0.51ppt，在毛利率显著下滑背景下净利率却逆势提升，主要归功于销售费用率的下降，19 年公司销售费用率同比-2.26ppt，公司 19 年开始优化空中及地面费用投入结构，增加对于常温产品空中费用投放力度，减少性价比不高的费用投放，从而提升了整体空中/地面费用投放效率（19 年广告费用率/营销及销售服务费用率分别同比-0.34ppt/-1.61ppt）；其他费用方面，19 年公司管理/研发/财务费用率分别同比-0.1ppt/+0.02ppt/-0.5ppt，总体保持稳定，因此净利率提升主要归功于销售费用率的下降。

➤ 常温、新鲜产品齐发力，看好公司业绩弹性

常温奶方面，产品、渠道、营销三管齐下，长期看好常温奶业务稳健增长。**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。**新鲜产品方面**，深耕华东大本营因地制宜铺设低温产品，看好新鲜产品稳健增长。

推荐

维持评级

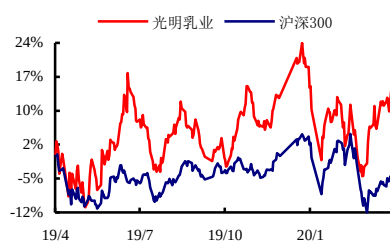
当前价格： 12.33 元

交易数据

2020-4-20

近 12 个月最高/最低(元)	13.01/9.4
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)	151
流通市值(亿元)	151

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(600597): 常温奶止住下滑态势，多重因素推动业绩超预期
2. 光明乳业 (600597) 19 年中报点评：新鲜产品量价齐升带动下 19H1 业绩提速

三、投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入为 235.09 亿元/260.48 亿元/284.19 亿元，同比 +4.2%/10.8%/9.1%；实现归属上市公司净利润为 5.37 亿元/6.04 亿元/6.82 亿元，同比 +7.7%/12.4%/12.9%，折合 EPS 为 0.44 元/0.49 元/0.56 元，对应 PE 为 28X/25X/22X。以 wind 一致预期数据为基准，2020 年乳品板块整体估值为 27 倍，公司估值与行业基本一致，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，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

原奶价格上涨超预期、常温奶业绩不及预期、环保风险、食品安全风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	22,563	23,509	26,048	28,419
增长率（%）	7.5%	4.2%	10.8%	9.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	498	537	604	682
增长率（%）	45.8%	7.7%	12.4%	12.9%
每股收益（元）	0.41	0.44	0.49	0.56
PE（现价）	30.1	28.1	25.0	22.1
PB	2.6	2.4	2.2	2.0

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)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	22,563	23,509	26,048	28,419
营业成本	15,505	15,892	17,504	18,989
营业税金及附加	87	91	100	109
销售费用	4,860	5,172	5,835	6,451
管理费用	696	731	814	883
研发费用	68	71	78	72
EBIT	1,348	1,552	1,716	1,913
财务费用	105	13	(7)	(24)
资产减值损失	(196)	0	0	0
投资收益	3	3	2	2
营业利润	1,135	1,592	1,774	1,990
营业外收支	(61)	(82)	(77)	(73)
利润总额	1,074	1,510	1,698	1,917
所得税	391	550	619	699
净利润	682	960	1,079	1,218
归属于母公司净利润	498	537	604	682
EBITDA	2,165	2,533	2,738	2,996
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2480	3780	4973	7353
应收账款及票据	1598	1845	1977	2133
预付款项	477	483	561	590
存货	2307	1962	2835	2372
其他流动资产	210	210	210	210
流动资产合计	7206	8578	10722	12972
长期股权投资	75	78	80	82
固定资产	8419	8863	9434	10264
无形资产	370	364	352	340
非流动资产合计	10432	9982	9702	9375
资产合计	17637	18561	20424	22347
短期借款	1494	1494	1494	1494
应付账款及票据	2515	2384	2635	2929
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	8231	8192	8976	9681
长期借款	617	617	617	617
其他长期负债	1331	1331	1331	1331
非流动负债合计	1989	1989	1989	1989
负债合计	10220	10182	10965	11670
股本	1224	1224	1224	1224
少数股东权益	1699	2122	2597	3134
股东权益合计	7417	8377	9456	10674
负债和股东权益合计	17637	18561	20424	22347

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	7.5%	4.2%	10.8%	9.1%
EBIT 增长率	14.8%	15.2%	10.5%	11.5%
净利润增长率	45.8%	7.7%	12.4%	12.9%
盈利能力				
毛利率	31.3%	32.4%	32.8%	33.2%
净利润率	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%
总资产收益率 ROA	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%
净资产收益率 ROE	8.7%	8.6%	8.8%	9.0%
偿债能力				
流动比率	0.9	1.0	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.8	0.9	1.1
现金比率	0.3	0.5	0.6	0.8
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	25.9	28.4	28.1	27.5
存货周转天数	50.4	48.4	49.3	49.4
总资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.4	0.5	0.6
每股净资产	4.7	5.1	5.6	6.2
每股经营现金流	2.0	1.6	1.7	2.7
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	30.1	28.1	25.0	22.1
PB	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	7.0	5.5	4.7	3.5
股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	682	960	1,079	1,218
折旧和摊销	1,005	981	1,022	1,083
营运资金变动	451	(140)	(167)	835
经营活动现金流	2,394	1,930	2,059	3,257
资本开支	1,745	608	816	826
投资	(86)	0	0	0
投资活动现金流	(1,829)	(608)	(816)	(826)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(1,852)	28	0	0
筹资活动现金流	(2,170)	(22)	(50)	(50)
现金净流量	(1,605)	1,300	1,193	2,380

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。