

日期: 2020年06月09日

行业: 食品饮料



分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

管理层焕新激活, 巴氏奶全国领先

■ 公司动态事项

公司近期聘任了新的总经理, 管理层持续焕新。

■ 事项点评

基本数据 (2020.6.5)

报告日股价 (元)	15.68
12mth A 股价格区间 (元)	9.70-16.56
总股本 (百万股)	1224.49
无限售 A 股/总股本	99.98%
流通市值 (亿元)	191.97
每股净资产 (元)	4.54
PBR (X)	3.46

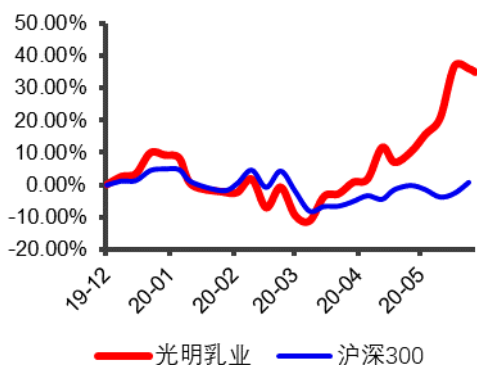
主要股东 (2020Q1)

光明食品集团	51.62%
证金公司	3.28%
香港中央结算有限公司	1.84%
全国社保基金一零三组合	1.63%

收入结构 (2020Q1)

液态奶	54.2%
其他乳制品	35.7%
牧业产品	6.7%
其他	3.4%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



公司是上海区域乳企龙头, 巴氏奶全国领先

2019年公司实现营收225.63亿元, 同比增长7.52%, 产值规模仅次于伊利和蒙牛, 位列全国第三。其中, 上海地区收入59.04亿元, 同比增长11.66%, 是上海当地乳企龙头。公司液态奶主要包括低温奶(巴氏奶、低温酸奶等)和常温奶(常温酸奶、白奶等), 以低温奶为主形成自己的独特优势。公司是巴氏奶全国龙头, 2016-2018年均为全国鲜牛奶销量第一名, 目前市场份额约45%, 伊利、蒙牛、三元合计约20%。公司巴氏奶的优势在于: (1) 品牌突出, 拥有中高端优倍、高端致优两大低温鲜奶品牌。优倍是全国第一鲜奶品牌, 开创75°C 巴氏杀菌工艺生产时代, 2019年推出优倍减脂肪50%鲜牛奶、优倍浓醇鲜牛奶, SKU持续丰富, 全年销售额约达20亿元, 2016-2019年收入CAGR超过18%。致优定位高端, 2019年推出更高端的致优娟姗鲜牛乳, 每100ml含有3.8g优质蛋白质, 引领鲜奶饮用高品质升级。(2) 自有奶源占比高。公司的控股子公司光明牧业在上海、江苏、浙江、天津、河南、湖北、山东、黑龙江等地拥有28个规模牧场、存栏量近9万头, 奶源资源在业内处于领先地位。公司年收奶量超过百万吨, 2019年自有奶源供应占比约38%, 自给率处于第一梯队。去年底公司以7.51亿元成功竞拍辉山乳业、辉山牧业相关资产, 快速获取射阳的牧业资源和工厂资源, 未来将增加娟姗牛养殖, 为产品结构升级做储备, 且进一步完善华东、华北奶源布局, 有助于拓展沪外的江苏、山东、安徽等市场。(3) 冷链运输能力强。公司的全资子公司领鲜物流在全国建有65座综合物流中心, 冷藏和冷冻库面积合计达约5.22万平方米, 拥有冷藏车辆多达上千台, 加上常温车辆总计2000台左右, 物流城配规模全国第一, 上海区域最快能实现“16小时”乳制品配送, 全国日配送终端网点覆盖5万余家。领鲜物流是业内首批8家五星级冷链物流企业之一, 是2018年首届进博会唯一一家餐饮食品供应保障的物流配送企业, 目前正从华东走向全国, 构建全国冷链共配网络。(4) 入户渠道粘性强。巴氏奶消费有独特的入户渠道, 占比约为30%, 消费者粘性强、渠道壁垒高。光明随心订在全国拥有1300多个前置仓、7000多名送奶员, 可直达20多个城市的160万户家庭, 形成了覆盖社区1公里的冷链物流网络, 是国内最大的送奶上门平台。年报显示, 2019年随心订营销中心对外交易收入达18.87亿元。疫情期间, 随心订在乳制品的基础上引入蔬菜水果等产品响应“宅经济”需求, 未来将成为“新零售”背景下公司线上线下同步发展的重要平台。

常温奶重回正增长, 积极求变

2019年公司常温营销中心对外交易收入约47.86亿元, 同比增长约6.69%, 常温奶重回正增长。莫斯利安是公司大单品, 开创常温酸奶先河, 但在外部伊利安慕希和蒙牛纯甄的进攻及内部管理不善的情况下逐渐掉队, 2016年销售额达到顶峰的67亿元后逐年下滑, 同期安慕希、纯甄均已成为百亿单品。2019年公司对莫斯利安进行了品牌升级, 5月签约全新代言人刘昊然, 7月产品线全面升级, 12月推出首款即饮旋盖包装“米其林星厨甜品系列”新品, 全年莫斯利安销售额

约 30 亿元，19H2 收入同比回归正增长。

管理层焕新，激励制度有所完善

2018年9月濮韶华被聘任为公司新董事长，濮总曾任上海水产集团党委书记、董事长、总裁，拥有丰富的市场化发展经验，上任后一是明确领“鲜”战略，凭借公司在冷鲜全产业链的优势大力发展差异化的低温产品，优倍、致优等推新速度加快；二是利用收购扩张版图，2018年收购牛奶棚66.27%股权和益民食品一厂100%股权，推进产业链整合，2019年两大品牌与公司其他乳制品品牌加强联动，如益民推出跨界产品莫斯利安冰淇淋、大白兔牛奶等，实现共赢增长。2019年收购辉山乳业、辉山牧业等资产，拓展华东奶源布局。今年5月公司新总经理罗海上任，对销售一线进行了考核优化，包括奖金考核、月度考核、超额奖金、各阶段销售额和完成率等指标，激励制度有所完善，提高了销售团队的积极性。

投资建议

我们预计公司2020-2022年归属净利润为5.27/6.32/7.51亿元，对应EPS为0.43/0.52/0.61元/股，对应PE为36/30/26倍（按2020/6/5收盘价计算）。巴氏奶行业增速超过常温奶，公司是巴氏奶全国龙头，具有品牌、奶源、冷链、销售渠道等多重优势，低温奶有望保持业内领先地位，维持较快增长；常温奶在新管理层领导下积极求变，19年重回正增长。我们看好公司在低温奶业务的领先优势及未来发展前景，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

食品安全风险、行业竞争加剧风险、原奶价格上涨风险等。

数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	22563.24	24234.91	26418.75	28959.23
年增长率		7.41%	9.01%	9.62%
归属于母公司的净利润	498.41	526.84	632.22	750.92
年增长率		5.70%	20.00%	18.77%
每股收益 (元)	0.41	0.43	0.52	0.61
PER (X)	38.24	36.47	30.15	25.70

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为2020/6/5收盘价）

损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7205.51	7247.93	7861.83	8577.34	营业总收入	22563.24	24234.91	26418.75	28959.23
现金	2480.00	2423.49	2641.88	2895.92	营业成本	15504.70	16593.41	17996.06	19641.04
应收账款	1598.36	1717.49	1872.25	2052.29	营业税金及附加	86.92	93.36	101.77	111.56
其它应收款	102.45	54.27	59.16	64.84	营业费用	4860.23	5404.38	5864.96	6428.95
预付账款	476.57	510.03	553.15	603.71	管理与研发费用	763.72	819.14	887.67	970.13
存货	2306.98	2336.74	2582.34	2861.72	财务费用	104.57	69.73	61.39	41.59
其他	241.16	205.92	153.06	98.86	资产减值损失	-195.59	-134.53	-152.79	-154.13
非流动资产	10431.60	11391.29	12134.16	12486.10	其他收益	79.85	80.00	80.00	80.00
长期投资	77.67	77.67	77.67	77.67	投资净收益	3.14	0.00	0.00	0.00
固定资产	9087.89	10091.55	10843.61	11215.40	营业利润	1135.17	1200.35	1434.11	1691.83
无形资产	711.85	667.89	658.69	638.85	营业外收入	19.03	19.03	19.03	19.03
其他	554.18	554.18	554.18	554.18	营业外支出	80.43	80.43	80.43	80.43
资产总计	17637.11	18639.22	19995.99	21063.44	利润总额	1073.78	1138.96	1372.71	1630.44
流动负债	8230.77	8509.00	8993.33	9024.54	所得税	391.33	415.08	500.27	594.19
短期借款	1493.96	1263.88	1129.58	433.57	净利润	682.45	723.88	872.44	1036.24
应付账款	2514.82	2356.87	2556.10	2789.75	少数股东损益	184.05	197.04	240.22	285.33
其他	4222.00	4888.25	5307.65	5801.22	归属母公司净利润	498.41	526.84	632.22	750.92
非流动负债	1989.39	1989.39	1989.39	1989.39	EBITDA	2164.99	2292.36	2631.17	2987.92
长期借款	617.46	617.46	617.46	617.46	EPS (元)	0.41	0.43	0.52	0.61
其他	1371.94	1371.94	1371.94	1371.94					
负债合计	10220.17	10498.40	10982.72	11013.94	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	1699.00	1896.04	2136.27	2421.59	成长能力				
股本	1224.49	1224.49	1224.49	1224.49	营业收入	0.08	0.07	0.09	0.10
资本公积	1689.64	1689.64	1689.64	1689.64	营业利润	0.29	0.06	0.19	0.18
留存收益	2967.51	3494.34	4126.56	4877.48	归属母公司净利润	0.46	0.06	0.20	0.19
归属母公司股东权益	5717.94	6244.78	6877.00	7627.91	获利能力				
负债和股东权益	17637.11	18639.22	19995.99	21063.44	毛利率	0.31	0.32	0.32	0.32
					净利率	0.02	0.02	0.02	0.03
					ROE	0.09	0.08	0.09	0.10
					ROIC	0.11	0.10	0.11	0.13
现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	2401.78	2368.91	2419.21	2726.89	资产负债率	0.58	0.56	0.55	0.52
净利润	682.45	723.88	872.44	1036.24	净负债比率	0.51	0.43	0.37	0.25
折旧摊销	817.33	967.74	1062.88	1180.37	流动比率	0.88	0.85	0.87	0.95
财务费用	147.93	106.51	99.38	83.12	速动比率	0.60	0.58	0.60	0.65
投资损失	-3.14	0.00	0.00	0.00	营运能力				
营运资金变动	451.17	374.85	170.32	211.63	总资产周转率	1.28	1.34	1.37	1.41
其他	306.05	195.93	214.19	215.52	应收账款周转率	13.92	14.62	14.72	14.76
投资活动现金流	-1828.59	-2088.83	-1967.15	-1693.71	应付账款周转率	10.11	9.95	10.75	10.83
资本支出	-1744.54	-2088.83	-1967.15	-1693.71	每股指标(元)				
长期投资	-85.55	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.41	0.43	0.52	0.61
其他	1.50	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.96	1.93	1.98	2.23
筹资活动现金流	-2170.02	-336.59	-233.68	-779.13	每股净资产	4.67	5.10	5.62	6.23
短期借款	0.00	-230.08	-134.30	-696.01	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	38.23	36.16	30.14	25.37
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.33	3.05	2.77	2.50
资本公积增加	0.00	2.97	4.35	3.89	EV/EBITDA	9.01	0.13	18.27	15.77
其他	-2170.02	-109.48	-103.73	-87.02					
现金净增加额	-1596.83	-56.51	218.38	254.05					

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。