

光明乳业 (600597)

公司研究/点评报告

大本营市场表现亮眼，Q3 业绩持续改善

—光明乳业 (600597) 2020 年三季度报点评

点评报告/食品饮料

2020 年 10 月 29 日

一、事件概述

10 月 28 日公司发布 2020 年三季度报，报告期内实现营收 187.25 亿元，同比+9.26%；实现归母净利润 4.26 亿元，同比-4.16%，基本 EPS 为 0.35 元。折合 Q3 单季度公司实现营收/归母净利润 65.79/1.17 亿元，同比分别+8.80%/+53.10%。

二、分析与判断

➤ 20Q3 业绩持续改善，上海核心地区表现亮眼

2020 年前三季度，公司实现营收/归母净利润 187.25/4.26 亿元，同比分别+9.26%/-4.16%；合 20Q3 单季度实现营收/归母净利润 65.79/1.17 亿元，同比分别+8.80%/+53.10%。**收入端**，前三季度营收增速相较于去年保持平稳，Q3 增速环比 Q2 有所放缓，主要系补库存与网点铺设因素导致 Q2 增速偏高，同时 Q3 费用投放力度大幅减弱。**利润端**，费用收缩推动 Q3 利润同比大幅提速，推动前三季度利润累计下降幅度明显收敛。**分产品看**，前三季度液态奶/其他乳制品/牧业产品分别同比+3.35%/21.52%/1.34%，折合 Q3 分别+5.12%/13.02%/12.03%，其中液态奶与其他乳制品增速环比 Q2 均有所下降。**分地区看**，前三季度上海/外地/境外分别同比+19.68%/-2.83%/25.25%，折合 Q3 分别+33.34%/-5.86%/+11.85%，其中上海大本营市场表现亮眼，外地市场仍未恢复。

➤ 原奶成本压制毛利率，销售费用率降低助力净利率小幅上升

毛利率：2020 年前三季度公司毛利率为 29.23%，同比-2.97ppt，其中 Q3 为 26.33%，同比-4.78ppt，判断主要归因于原奶及其他辅料价格上涨带来的成本压力。**净利率**：前三季度归母净利率为 2.27%，同比-0.32ppt，其中 Q3 为 1.78%，同比+0.52ppt，在毛利率下降的情况下仍然有所提升，主要得益于销售费用率的大幅下降。前三季度销售费用率 21.64%，同比-0.83ppt，其中 Q3 为 20.41%，同比-3.25ppt，但公司在空中营销策略仍然积极（CTR 数据显示 20Q3 光明广告投放总次数/总时长同比大幅增长，分别为+187.80%/+175.83%），而地面促销力度受制于成本压制以及收奶紧张因素而大幅减弱。其他方面，管理费用率 3.13%，同比-0.23ppt(Q3 为 3.38%，同比+0.01ppt)；研发费用率 0.36%，同比+0.09ppt(Q3 为 0.43%，同比+0.12ppt)，主要系新品研发支出增加导致；财务费用率 0.43%，同比+0.02ppt(Q3 为 0.34%，同比-0.08ppt)，总体保持基本稳定。

➤ 常温产品革新与低温产品发力，公司长期成长仍可期

常温产品多项革新措施焕发发生机：产品端，针对莫斯利安产品老化问题，公司 19 年从口味及包装两方面进行升级，新莫斯利安口味更加丰富、包装更加精美，终端反馈良好；营销端，新任董事长上台之后，公司调整费用投放结构，加大对于常温事业部费用投放力度，聘请当红明星刘昊然成为莫斯利安新代言人，彰显公司对于重振常温酸奶业务的决心。**低温产品加强新品开发与费用投放**：一方面加强新品研发力度，2020 年初开发超巴产品“新鲜牧场”作为抓手，补缺以往低温产品弱势地区短板，同时利用奶源优势推出鲜奶冰淇淋，强化低温消费者粘性；另一方面加大费用支出，CTR 数据显示 20Q3 公司仍大幅增加“优倍”的广告投入，反映其坚持加大在低温领域的投入。

三、投资建议

预计 20-22 年公司营收为 249.32 亿元/276.25 亿元/301.39 亿元，同比+10.5%/+10.8%/+9.1%；归母净利润为 5.38 亿元/6.10 亿元/6.89 亿元，同比+7.9%/+13.4%/+12.9%，折合 EPS 为 0.44 元/0.50 元/0.56 元，对应 PE 为 38X/34X/30X。公司估值低于可比公司 39X 的平均估值（算数平均法，2020 年一致预期），考虑到公司常温奶重回增长轨道叠加低温奶实现快速增长，维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

当前价格：16.86 元

交易数据 2020-10-28

近 12 个月最高/最低(元)	21.9/10.01
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)	206
流通市值(亿元)	206

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：刘光意

执业证号：S0100120070033

电话：021-60876735

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 光明乳业 (600597) 2020 年半年报点评：20Q2 营收表现靓丽，持续看好公司业绩弹性

2. 光明乳业 (600597) 20 年一季报点评：疫情冲击下业绩短期承压，大本营市场贡献惊喜

四、风险提示

原奶价格上涨超预期，环保风险，食品安全风险等。

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	24,932	27,625	30,139
增长率（%）	7.5	10.5	10.8	9.1
归属母公司股东净利润（百万元）	498	538	610	689
增长率（%）	45.8	7.9	13.4	12.9
每股收益（元）	0.41	0.44	0.50	0.56
PE（现价）	41.1	38.4	33.8	30.0
PB	3.6	3.3	3.0	2.7

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	24,932	27,625	30,139
营业成本	15,505	16,854	18,564	20,139
营业税金及附加	87	96	106	116
销售费用	4,860	5,485	6,216	6,872
管理费用	696	823	898	980
研发费用	68	75	83	77
EBIT	1,348	1,599	1,758	1,956
财务费用	105	13	(7)	(29)
资产减值损失	(196)	0	0	0
投资收益	3	3	2	2
营业利润	1,135	1,639	1,817	2,038
营业外收支	(61)	(82)	(77)	(73)
利润总额	1,074	1,557	1,740	1,964
所得税	391	567	634	716
净利润	682	990	1,106	1,249
归属于母公司净利润	498	538	610	689
EBITDA	2,165	2,580	2,780	3,039
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2480	3796	5299	7469
应收账款及票据	1598	1957	2096	2262
预付款项	477	513	595	626
存货	2307	2221	2867	2655
其他流动资产	210	210	210	210
流动资产合计	7206	9016	11235	13560
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	18998	20937	22934
短期借款	1494	1494	1494	1494
应付账款及票据	2515	2529	2795	3107
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	8231	8600	9433	10182
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	10589	11422	12171
股本	1224	1224	1224	1224
少数股东权益	1699	2151	2646	3206
股东权益合计	7417	8408	9515	10763
负债和股东权益合计	17637	18998	20937	22934

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	10.5	10.8	9.1
EBIT 增长率	14.8	18.7	9.9	11.2
净利润增长率	45.8	7.9	13.4	12.9
盈利能力				
毛利率	31.3	32.4	32.8	33.2
净利润率	2.2	2.2	2.2	2.3
总资产收益率 ROA	2.8	2.8	2.9	3.0
净资产收益率 ROE	8.7	8.6	8.9	9.1
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	0.4	0.6	0.7
资产负债率	0.6	0.6	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	1.4	1.4	1.4
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	1.9	2.5
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	41.1	38.4	33.8	30.0
PB	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	9.5	7.5	6.4	5.2
股息收益率	0.8	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	682	990	1,106	1,249
折旧和摊销	1,005	981	1,022	1,083
营运资金变动	451	(154)	116	595
经营活动现金流	2,394	1,946	2,369	3,047
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)	1,316	1,503	2,170

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。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

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。