



2020-10-29

公司点评报告

增持/维持

光明乳业(600597)

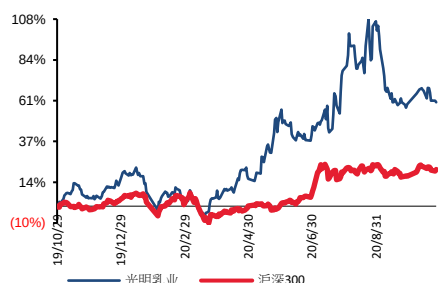
目标价: 20.00

昨收盘: 16.86

日常消费 食品、饮料与烟草

光明乳业三季报：需求带动收入增长，净利润高弹性

■ 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)	20,645/20,642
12 个月最高/最低(元)	21.90/10.01

相关研究报告：

光明乳业（600597）《光明乳业三季报点评：新管理层注入新活力，后续改善值得期待》——2019/10/30

光明乳业（600597）《光明乳业中报点评：经销商大幅增加，新管理层注入新活力》——2019/09/01

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

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：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

点评事件：光明乳业前三季度营收 187.25 亿元，同比增长 9.26%；归母净利 4.26 亿元，同比下滑 4.16%；扣非净利 3.21 亿元，同比下滑 32.14%。其中，单三季度营收 65.79 亿元，同比增长 8.8%；归母净利 1.17 亿元，同比增长 53.10%；扣非后净利 1.12 亿元，同比增长 47.72%。前三季度销售毛利率 29.23%，同比下降 2.97pct；销售净利率 3.16%，同比下降 0.42pct。其中，单三季度销售毛利率 26.33%，同比下降 4.78pct；销售净利率 1.61%，同比下降 0.1pct。

公司公告《关于母公司向全资子公司光明国际收购光明牧业 45%股权的公告》。

一、需求带动收入增长，液态奶和海外增速有所放缓

单三季度收入增长 8.8%略低于预期。分产品看，液态奶/其他乳制品/牧业产品/其他分别同比增长 5.12%/13.02%/12.30%/27.97%。液态奶 Q3 增速环比 Q2 下降 7.17pct，与疫情的季度影响有关，同时猜测随着疫情影响的逐渐消退，常温奶竞争加剧也是导致增速放缓的重要原因，特别常温酸奶可能面对竞品较大的冲击。其他乳制品回归常态的增速；牧业产品在上半年调整导致大幅波动之后也回归更稳健的增长趋势。分地区看，上海/外地/境外 Q3 分别同比增长 33.34%/-5.86%/11.85%。上海本地增速逐季加快；外地市场在经销商数量增加 6.62%的背景下，收入却出现中个位数下滑，经销商体系的梳理仍在积极推进，但产生正效益还需时间；海外市场 Q1-Q3 增速分别为 21.2%、42.97%、11.85%，单三季度增速下滑较多，结合当期少数股东权益表现为-1101 万元，同比减少 3784 万元，判断可能 SYNLAIT 受海外疫情影响，这也是海外增速放缓以及整体收入略低于预期的原因。

二、毛利率下降、费用率平稳，净利润符合预期

单三季度销售毛利率 26.33%，同比下降 4.78pct，环比也下降 3.15pct。考虑 6 月底以来，原奶价格持续上行，成本端形成一定的压力。同时，随着渠道恢复，竞品之间竞争加剧；而产品结构的变化，因为液态奶的增速相对落后，也会对毛利率形成一定影响。单三季度销售费用率 20.41%，同比下降 3.25pct，环比上升 1.12pct；单三季度管理费用率 3.38%，同比持平，环比上升 0.33pct。费用率层面综合来看相对平稳。

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

受毛利率和销售费用率同比变化的影响，销售净利率同比下降 0.1pct，仍在历史较低水平。但因为单三季度所得税为-0.957 万元，同比下降 5699 万元，归母净利润同比增长 53.10%达到 1.17 亿元。

三、存货和应收增加，预收款翻倍，经营现金流正常

三季度末存货 23.33 亿元，同比增长 39.20%；应收账款 18.72 亿元，同比增长 22.61%。存货和应收增加较多。三季度末预收款+合同负债 9.88 亿元，同比增加 5.17 亿元、环比增加 3.5 亿元。单三季度现金回款 79.45 亿元，同比增长 13.29%，好于主营收入增速。经营现金流净额 8.24 亿元，相比于去年同期的 13.76 亿元有所减少。经营现金流整体正常。

盈利预测与评级：

公司单三季度收入略低于预期，归母净利润因为所得税减少实现较快增长，符合预期。考虑乳制品行业整体需求发展较好，公司也有不错的恢复，同时考虑公司经销商体系的梳理可能逐步带来正效益，看好公司后续的长期发展。同时，因为去年四季度和今年一季度公司无论收入还是利润的基数均比较小，今年四季度和明年一季度的业绩弹性有望较大。

预测公司 2020-2022 年收入增速分别为 10%、11%、10%；归母净利润增速分别为 8%、18%、16%。今明两年 EPS 分别为 0.44 和 0.52。考虑行业整体恢复情况较好，公司具备持续改善的预期，给予目标价 20 元，对应今年和明年的 PE 分别为 45 倍和 38.5 倍，“增持”评级。

风险提示：宏观经济和疫情影响导致销售不及预期，原奶价格波动；市场策略调整不及预期等；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22563.24	24819.56	27549.72	30304.69
净利润(百万元)	498.41	538.28	635.17	736.80
摊薄每股收益(元)	0.41	0.44	0.52	0.60

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。