

日期: 2020 年 11 月 04 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

基本数据 (2020.11.3)

报告日股价 (元)	15.94
12mth A 股价格区间 (元)	9.92-21.90
总股本 (百万股)	1224.49
无限售 A 股/总股本	99.98%
流通市值 (亿元)	195.15
每股净资产 (元)	4.88
PBR (X)	3.27

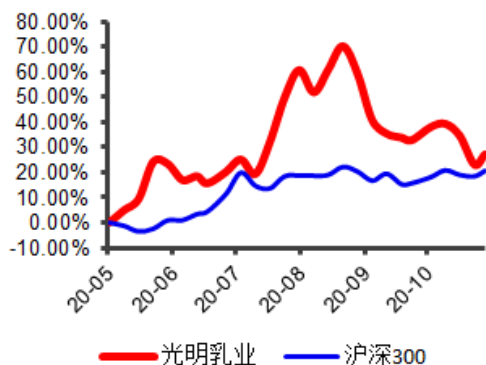
主要股东 (2020Q3)

光明食品 (集团) 有限公司	51.62%
中国证券金融股份有限公司	3.28%
中信证券股份有限公司	1.25%
中央汇金资产管理有限责任公司	1.24%
全国社保基金 105 组合	0.98%

收入结构 (2020Q3)

液态奶	56.98%
其他乳制品	30.83%
牧业产品	7.47%
其他	3.83%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告:

《光明乳业 (600597) 动态报告: 管理层焕新激活, 巴氏奶全国领先》

《光明乳业 (600597) 中报点评: 巴氏奶较快增长, 品类持续丰富》

■ 公司动态事项

公司发布2020年三季报, 前三季度实现营收187.25亿元/+9.26%, 归属净利润4.26亿元/-4.16%, 扣非归属净利润3.21亿元/-32.14%。其中Q3营收65.79亿元/+8.8%, 归属净利润1.17亿元/+53.10%。

■ 事项点评

Q3 收入增速回归稳态, 上海地区增长仍快

分产品看, 前三季度公司液态奶/其他乳制品/牧业产品收入分别为106.69/57.73/13.98亿元, 同比+3.35%/+21.52%/+1.34%, 其中Q3收入分别为40.27/17.42/4.79亿元, 同比+5.09%/+13.04%/+12.44%, 我们判断Q3公司低温鲜奶保持高于行业的稳定增速, 常温白奶受疫情刺激销售继续快速增长, 低温酸奶和常温酸奶同比仍未恢复。分地区看, 前三季度上海/外地/境外收入分别为53.21/86.75/45.63亿元, 同比+19.68%/-2.83%/+25.25%, 其中Q3上海地区收入同比增长33.29%, 公司在成熟的上海市场仍有较快增长的潜力, 外地因上半年华中受疫情影响较大增速仍未转正, Q3新莱特收入增速回归常态。

原奶价格上涨毛利率承压, 销售费用率同比下降

前三季度公司毛利率为29.23%/-2.97pct, 其中Q3毛利率为26.33%/-4.78pct, 毛利率同比较大幅度下滑主要系原奶价格上涨、毛利率较低的常温白奶收入占比提升、新莱特盈利水平降低等影响。Q3公司销售费用率为20.41%/-3.25pct, 我们判断主要系广告费率有所下降及销售折扣等促销费用调出, Q3毛销差同比下降1.53pct至5.92%。Q3管理/研发/财务费用率分别为3.37%/0.43%/0.35%, 基本与去年同期持平。受毛销差下滑影响, Q3营业利润同比下降35.06%, 但因所得税率下降、新莱特Q3略亏使得少数股东损益为负, Q3公司归属净利润同比增加53.10%, 净利率同比提高0.51pct至1.78%。

上游加强奶源布局, 下游积极开拓低温奶销售渠道

公司高度重视上游奶源建设, 今年携手银宝集团成立了光明银宝乳业 (持股 51%) 和银宝光明牧业 (持股 49%) 两家子公司。光明银宝乳业旗下射阳工厂设计日产能 500 吨、年产 18 万吨, 主要生产低温鲜奶和酸奶等乳制品; 银宝光明牧业现有奶牛 4000 多头, 是长三角区最大的娟珊牛奶源基地。公司进一步完善华东、华北地区生产基地布局, 助力拓展江苏、山东、安徽等市场。同时, 公司和宁夏合作开展万头奶牛养殖全产业链项目, 补充中西部工厂的奶源供应。下游方面公司积极拓展低温奶销售渠道: (1) 重视送奶到户渠道。送奶到户因为客户粘性高、复购率高、营销费率低等优势, 盈利能力较强, 是低温奶重要的销售壁垒之一。公司积极发展送奶到户渠道: 第一, 去年将送奶到户从低温业务部门划分出来成立独立的事业部, 给予更多的自主权; 第二, 不断推出新产品、新模式, 如疫情期间随心订销售蔬菜猪肉等产品, 开启鲜食宅配平台转型之路, 近日新推出光明营养强化奶, 在随心订和天猫联合首发; 第三, 和京东、饿了么、美团等第三方平台合作大力开展线上推广。目前随心订已覆盖全国 70 多个城市, 服务百万个家庭。(2) 改善经销商体系。公司新上市的新鲜牧场产品保质期延长至 15 天, 扩大了销售半径, 也降低了经销商的操作难度, 公司通过给予经销商更大的利润空间来推动新鲜牧场等低温鲜奶产品的沪外销售。

■ 投资建议

维持盈利预测，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分别为37/31/26倍（按2020/11/3收盘价计算）。维持“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)	38.88	37.07	30.65	26.13

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为2020/11/3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
现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE	0.09	0.08	0.09	0.10
经营活动现金流	2401.78	2368.91	2419.21	2726.89	ROIC	0.11	0.10	0.11	0.13
净利润	682.45	723.88	872.44	1036.24	偿债能力				
折旧摊销	817.33	967.74	1062.88	1180.37	资产负债率	0.58	0.56	0.55	0.52
财务费用	147.93	106.51	99.38	83.12	净负债比率	0.51	0.43	0.37	0.25
投资损失	-3.14	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.88	0.85	0.87	0.95
营运资金变动	451.17	374.85	170.32	211.63	速动比率	0.60	0.58	0.60	0.65
其他	306.05	195.93	214.19	215.52	营运能力				
投资活动现金流	-1828.59	-2088.83	-1967.15	-1693.71	总资产周转率	1.28	1.34	1.37	1.41
资本支出	-1744.54	-2088.83	-1967.15	-1693.71	应收账款周转率	13.92	14.62	14.72	14.76
长期投资	-85.55	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	10.11	9.95	10.75	10.83
其他	1.50	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-2170.02	-336.59	-233.68	-779.13	每股收益	0.41	0.43	0.52	0.61
短期借款	0.00	-230.08	-134.30	-696.01	每股经营现金	1.96	1.93	1.98	2.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.67	5.10	5.62	6.23
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	2.97	4.35	3.89	P/E	38.23	36.16	30.14	25.37
其他	-2170.02	-109.48	-103.73	-87.02	P/B	3.33	3.05	2.77	2.50
现金净增加额	-1596.83	-56.51	218.38	254.05	EV/EBITDA	9.01	0.13	18.27	15.77

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。