

光明乳业 (600597.SH)：海外市场助力，业绩持续改善

图表 1 近一年指数走势



分析师：沈彦东

SAC 执业证书：S0380519100001

联系电话：0755-82830333 (195)

邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：张桥

联系电话：0755-82830333 (119)

邮箱：wukx@wanhesec.com

事件：公司 12 月 1 日公布关于新西兰新莱特乳业有限公司（以下简称“新莱特”）增发股份项目进展公告，目前新莱特增发股份项目已完成，本公司持有新莱特股份 0.85 亿股，占新莱特总股本 39%。

点评：

销售毛利下滑，终端费用投入减少。公司单三季度营收 65.79 亿元，同比增长 8.8%；归母净利 1.17 亿元，同比增长 53.10%；销售毛利率为 26.33%，下滑 4.78%，主要因为上游原奶价格的上行，以及公司终端销量下行，以低温大单品莫斯利安收入下滑最为明显，表现不及预期。费用方面，光明的第三季度销售费用率也处于下滑趋势，同比下滑 3.25%，主要来自二季度后公司对于费用投放力度开始减缓。其他费用相对二季度变化较小，处于较为平稳水平。根据公司三季度的销售费用投入减少来看，预计四季度销售费用投入不会超过三季度的投入，整体费用投入将保持较为平稳水平。

海外市场助力业绩上行，继续扩大海外销售优势。海外子公司新莱特乳业有限公司是新莱特作为一家主要从事工业奶粉、婴儿奶粉生产和销售的公司，产品出口至 50 多个国家，与多家面向中国消费者的乳品及营养品中国公司紧密合作，包括光明、新希望、纽瑞兹等。上半年新莱特实现营收 31.74 亿元，叠加政府给予 1.35 亿元补助，助力光明营业收入增速在上半年受疫情冲击下上涨 9.52%。此次子公司新莱特的增发项目，光明对于子公司的总股本占比保持 39%，所募集的资金将用于收购邓桑德尔牧场、建设植物基营养品项目以及归还现有债务等，继续扩大优势夯实海外收入。

低温市场偏好风向明显，低温龙头优势仍在。现阶段乳制品行业处于低温市场竞争加剧的偏向态势中，现阶段冷链技术逐步成熟，低温市场规模增速自 2015 年的 6.1% 上升到 2019 年的 11.6%，行业增速进入双位数增长期，结合疫情后的市场教育加快，以及生鲜电商等相关行业的崛起，公司作为低温奶龙头将有望受益。光明的低温板块优势仍在。**产品方面：**根据公司三季度液态奶增速为 5.1%，相对二季度有所减缓主要来自酸奶销量方面的增速下行。根据萝卜投资数据显示，10 月份酸奶线下单月销售额下滑 17.36%，其中大单品莫斯利安销售额下滑 23.24%，主要受终端消费场景限制而下滑，预计公司四季度酸奶销售方面增速会延续下滑态势。因白奶和酸奶产品方面具有一定替代属性，叠加白奶受益疫情后的终端高需求，预计公司白奶方面将能保持双位数增速上行。整体来看，虽然受到疫情影响，但是整体来看公司依旧具有较好产品优势。**渠道方面：国内渠道，**现阶段光明积极布局包括华东、华中等地区的牧场，保证鲜牛奶的供应，同时在渠道方面，公司除了在上海区域的渠道持续巩固外（公司三季度上海地



区实现营收 53.20 亿元，同比上行 19.68%，保持较好增长水平），还大力向外拓展，增强浙江等地区的覆盖力度，即为了逐步布局全国市场，后续低温市场竞争做准备。**海外方面**，公司海外市场第三季度收入增速虽然不及二季度，但依然保持近 12% 的增速上行，因此预计光明在海外销售方面有望在四季度继续保持双位数增速销售水平，其中子公司新莱特延续上半年上行态势。**技术壁垒方面**：虽然冷链技术发展迅速，但是冷链运输及储存方面的管控依旧存在差异。光明作为老牌低温乳企，冷链技术的研发更具有竞争力，现阶段公司使用 WMS 仓库管理系统、TMS 运输管理系统进行储存及运输方面的监控，更具备低风险高效率的优势。

盈利预测和投资评级：现阶段公司作为低温龙头，依旧具备较强的区域性覆盖优势。考虑到原奶价格继续上涨，以及常温酸奶增速下行超预期，我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 24661.62/27029.14/29623.93 亿元，同比增长 9.30%/9.60%/9.60%；实现净利润 735.91/829.27/917.29 亿元，同比增长 7.83%/12.69%/10.61%；EPS 为 0.43/0.49/0.56 元，对应市盈率 34.70X/30.44X/26.64X（取 2020/12/11 日收盘价）。首次覆盖，给予公司 2021 年“增持”评级。

风险提示：疫情导致的海外市场不确定性；上游原材料价格大幅变动；食品安全风险

图表 1: 盈利预测简表（2020-2022E）（百万元/%）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20985.56	22563.24	24661.62	27029.14	29623.93
增长率	-4.71%	7.52%	9.30%	9.60%	9.60%
毛利率	33.32%	31.28%	28.51%	28.63%	27.91%
销售费用率	23.80%	21.54%	20.83%	20.41%	20.39%
管理费用率	3.46%	3.38%	3.58%	3.32%	3.11%
财务费用率	0.96%	0.46%	0.44%	0.40%	0.36%
研发费用率	0.28%	0.30%	0.36%	0.36%	0.36%
利润总额	792.3	1073.78	926.79	1234.71	1332.03
所得税	265.71	391.33	190.88	405.44	414.74
净利润	526.59	682.45	735.91	829.27	917.29
增长率	-35.71%	29.60%	7.83%	12.69%	10.61%
EPS	0.28	0.41	0.43	0.49	0.56

数据来源：公司年报，万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>