

2022年8月1日



光明乳业 (600597.CH) 全国化扩张道阻且长

持有

首次覆盖

中国乳制品行业，是中国消费领域为数不多同时受益于长期消费趋势演变及国家发展政策的消费板块。我们认为，中国乳制品行业主要具备四大优势：1) 人均销量处于较低水平，未来增长空间大；2) 受益于消费者健康意识提升与消费升级等趋势；3) 高度契合国家战略发展方向，长期受国家政策支持；4) 行业持续整合，竞争逐渐改善。这四大优势赋予了我国乳制品行业极高的长期增长确定性。我们首次覆盖光明乳业 (600597.CH)，给予“持有”评级。

林闻嘉 (消费分析师)
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA (助理分析师)
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439



欢迎关注
浦银国际研究

目录

光明乳业（600597.CH）：全国化扩张道阻且长	3
昔日乳业龙头，今日区域寡头	5
低温奶龙头的扩张之路道阻且长	8
市场规模还是盈利水平，鱼与熊掌能否兼得？	12
海外优质奶源资产引致业绩波动	14
盈利预测	16
目标价与估值	19
风险提示	19
SPDBI 乐观与悲观情景假设	21
公司背景	22



光明乳业 (600597.CH): 全国化扩张道阻且长

我们认为,光明乳业的光辉过去受制于低温奶的特质所带来的局限性,目前虽在华东地区拥有忠诚的客户群体,但未来我们期待光明能够在市场规模和盈利水平之间找到更好地平衡点。我们首次覆盖光明乳业(600597.CH),首予“持有”评级,目标价为12.6港元。

- 昔日乳业龙头,今日区域寡头:** 作为中国乳业昔日的龙头,光明过去20年聚焦发展低温产品,限制了其向华东以外区域扩张的步伐,导致市场规模与伊利、蒙牛间的差距被不断拉大。然而,光明优良的产品品质、完善的服务、良好的口碑都帮助公司在华东地区(尤其是上海)建立起极高的客群忠诚度与粘性,构筑了强大的护城河。这也确保了光明在中国市场稳定的收入与利润率水平。
- 低温奶龙头扩张之路道阻且长:** 巴氏杀菌工艺,决定了低温巴氏奶必须在低温环境下生产、运输及销售,且保质期远远短于常温奶(通常在7-10天左右)。这大幅限制了低温奶销售与生产之间的距离。我们认为,光明未来若要持续向全国扩张,仍需进一步配备**1)**更发达的冷链物流;及**2)**更全国化的奶源布局。
- 市场规模还是盈利水平,鱼与熊掌能否兼得?** 光明若要提升销售规模、扩大市场份额,广告宣传和市场营销必不可少。然而,冷链物流和仓储要求导致光明的运输费用远高于主要竞争对手,很大程度上限制了其对品牌和市场的投放力度。如何在保证盈利能力的前提下,加大品牌与市场投入,是光明长期需要面对的挑战。
- 估值:** 我们用22x 2023E P/E作为光明的估值(相对伊利目标估值15%的折扣、相比大型国际食品饮料企业平均估值5%左右的溢价),得到目标价12.6人民币。
- 投资风险:** 1) 整体行业需求放缓; 2) 华东地区市场竞争加剧; 3) 低温奶市场份额被对手蚕食; 4) 原材料价格上涨高于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	25,266	29,206	31,972	35,048	38,690
同比变动 (%)	12.0%	15.6%	9.5%	9.6%	10.4%
股东应占净利	608	592	685	766	916
同比变动 (%)	22.0%	-2.5%	15.6%	11.8%	19.6%
PE (X)	25	26	25	22	19
ROE (%)	9.6%	5.9%	6.8%	8.4%	9.3%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

完整报告:《中国乳制品行业: 健康意识提升与消费升级驱动长期可持续增长》

林闻嘉
消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠
助理分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2022年8月1日

评级

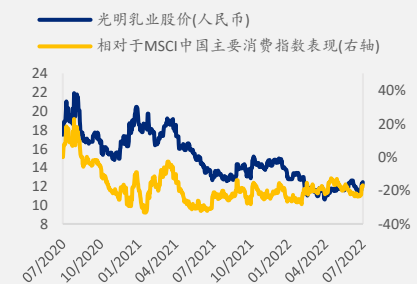
持有

目标价(人民币)	12.6
潜在升幅/降幅	+1.4%
目前股价(人民币)	12.4
52周内股价区间(人民币)	10.2-15.42
总市值(百万人民币)	17,040
近3月日均成交额(百万人民币)	175

市场预期区间



股价表现



注: 截至2022年7月28日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 光明乳业

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	25,266	29,206	31,972	35,048	38,690
同比	12%	16%	9%	10%	10%
营业成本	-19,695	-23,846	-25,679	-28,024	-30,895
税金及附加	-86	-104	-113	-124	-137
GPM	5,485	5,256	6,180	6,899	7,658
毛利率	21.7%	18.0%	19.3%	19.7%	19.8%
销售费用	-3,274	-3,650	-4,236	-4,592	-5,047
管理费用	-826	-814	-924	-997	-1,092
其他经营收入及收益	-73	-89	-93	-101	-112
经营利润	1,312	703	927	1,208	1,407
经营利润率	5.2%	2.4%	2.9%	3.4%	3.6%
营业外收入	34	83	83	83	83
营业外支出	-73	-40	-40	-40	-40
其他营业收入(支出)	-262	-126	-144	-149	-148
利润总额	1,157	700	906	1,182	1,382
所得税	-372	-133	-181	-236	-276
所得税率	-32.1%	-19.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
净利润	785	567	725	946	1,106
减: 少数股东损益	-178	25	-40	-180	-190
归母净利润	608	592	685	766	916
归母净利率	2.4%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%
同比	22.0%	-2.5%	15.6%	11.8%	19.6%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,949	3,206	2,766	3,245	4,136
应收票据及应收账款	1,815	1,914	2,041	2,238	2,470
预付款项	525	555	607	666	735
其他应收款	253	46	46	46	46
存货	2,862	3,115	2,862	2,862	2,862
其他流动资产	3,522	3,548	3,109	3,587	4,478
流动资产合计	8,977	9,178	8,666	9,400	10,592
长期股权投资	115	130	130	130	130
固定资产	8,370	8,067	7,850	7,600	7,316
在建工程	676	1,440	1,440	1,440	1,440
无形资产	460	571	696	818	937
商誉	546	827	827	827	827
递延所得税资产	246	129	129	129	129
其他非流动资产	921	3,108	4,460	5,045	5,409
非流动资产合计	11,333	14,272	15,533	15,989	16,188
短期借款	1,314	713	748	786	825
应付票据及应付账款	2,988	3,315	3,393	3,703	4,083
合同负债	890	1,025	1,025	1,025	1,025
应付职工薪酬	477	476	521	571	630
应交税费	372	170	170	170	170
其他应付款	2,507	2,540	2,540	2,540	2,540
其他流动负债	458	450	450	450	450
流动负债合计	9,007	8,689	8,849	9,246	9,724
长期借款	477	910	1,001	1,101	1,211
应付债券	834	775	775	775	775
其他非流动负债	1,076	2,724	2,724	2,724	2,724
非流动负债合计	2,388	4,409	4,500	4,600	4,711
股本	2,914	4,298	4,298	4,298	4,298
储备	3,365	3,563	4,021	4,533	5,146
少数股东权益	2,636	2,491	2,531	2,711	2,901
所有者权益合计	8,915	10,352	10,850	11,542	12,345

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	785	567	725	946	1,106
固定资产折旧	912	893	1,005	1,168	1,331
无形资产摊销	18	14	18	21	24
财务费用	131	56	-75	-81	-80
存货的减少	-447	-248	252	0	0
经营性应收项目的减少	-469	92	-136	-211	-257
经营性应付项目的增加	922	299	124	360	439
其他	305	386	531	669	762
经营活动产生的现金流量净额	2,159	2,058	2,444	2,873	3,324
资本开支	-1,880	-2,383	-2,860	-2,360	-2,360
投资支付的现金	-49	-25	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-222	-645	0	0	0
其他	301	458	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-1,850	-2,595	-2,860	-2,360	-2,360
吸收投资收到的现金	652	1,968	0	0	0
取得借款收到的现金	2,936	1,060	127	138	149
收到其他与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	-3,143	-1,631	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-280	-281	-151	-172	-223
其他	0	-334	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	165	783	-24	-35	-74
现金及现金等价物净增加额	469	242	-437	479	891
期初现金及现金等价物余额	2,480	2,961	3,203	2,766	3,245
期末现金及现金等价物余额	2,949	3,203	2,766	3,245	4,136

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.50	0.48	0.50	0.56	0.66
每股销售额	20.78	23.67	23.19	25.42	28.06
每股股息	0.16	0.14	0.16	0.18	0.22
同比变动					
收入	12.0%	15.6%	9.5%	9.6%	10.4%
经营溢利	-2.7%	-46.4%	31.8%	30.4%	16.4%
归母净利润	22.0%	-2.5%	15.6%	11.8%	19.6%
费用与利润率					
毛利率	21.7%	18.0%	19.3%	19.7%	19.8%
经营利润率	5.2%	2.4%	2.9%	3.4%	3.6%
归母净利率	2.4%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%
回报率					
平均股本回报率	9.6%	5.9%	6.8%	8.4%	9.3%
平均资产回报率	4.1%	2.6%	3.0%	3.8%	4.2%
资产效率					
应收账款周转天数	24.7	23.3	23.3	23.3	23.3
库存周转天数	-47.9	-45.7	-45.7	-45.7	-45.7
应付账款周转天数	-51.0	-48.2	-48.2	-48.2	-48.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
负债/权益	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
估值					
市盈率 (x)	24.8	25.8	25.0	22.3	18.7
市销率 (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
股息率	1.3%	1.1%	1.3%	1.5%	1.8%

光明乳业（600597.CH）：全球化扩张道阻且长

昔日乳业龙头，今日区域寡头

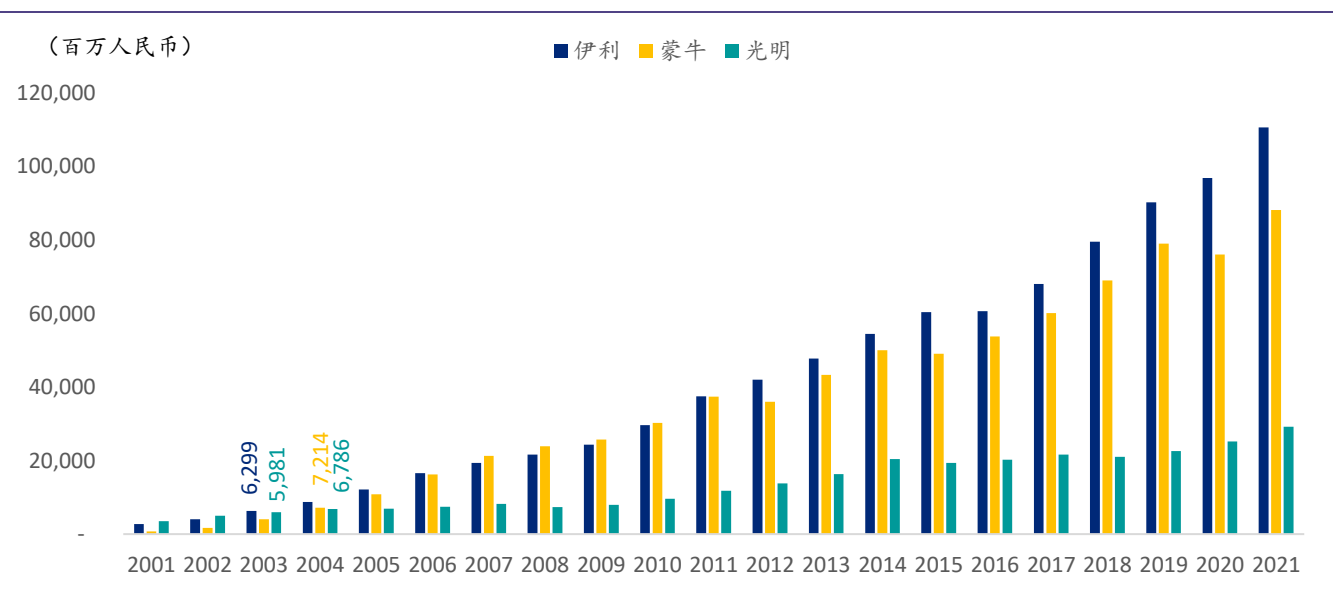
在上世纪，光明凭借着送奶入户服务和长三角地区较其他地区更高的消费能力，成为全国乳制品市场的领军者。2002年，光明乳业的营收超过50亿人民币，远超当年的伊利，而蒙牛营收更是未及光明一半。在这光环下，光明在上交所成功挂牌，成为中国乳业第一股。

一直以来，光明的液态奶产品都以低温巴氏奶为主。建国之初，光明的低温巴氏奶独占上海市场，产品满足了几代上海人的饮奶需求。随着冷链的发展，光明又逐渐将业务延展至江浙地区。

然而，1997年伊利将常温奶产品带到了中国，挑战也随之而来。常温奶更长的保质期大幅扩大了运输半径、减小了运输成本。凭借常温奶的这一优势，伊利与蒙牛迅速抢占市场份额，并将渠道拓展至全国。

光明则一直坚持聚焦低温巴氏奶品类，也使其市场规模扩张速度大幅落后于对手。伊利与蒙牛分别于2003年和2004年反超光明的收入规模，建立起如今双巨头的市场格局，而光明只能长期居于行业第三的位置。

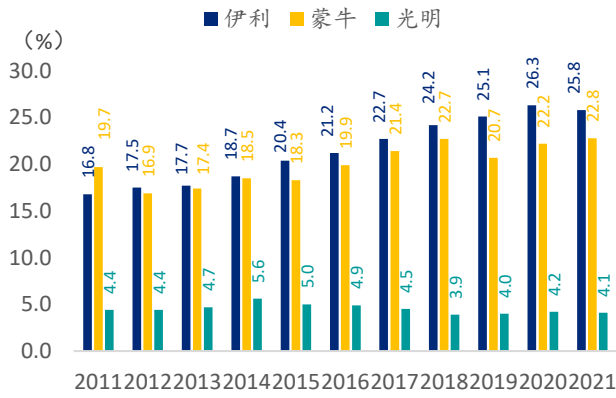
图表 2：2001-2021 年伊利、蒙牛、光明收入规模比较



资料来源：公司数据、浦银国际

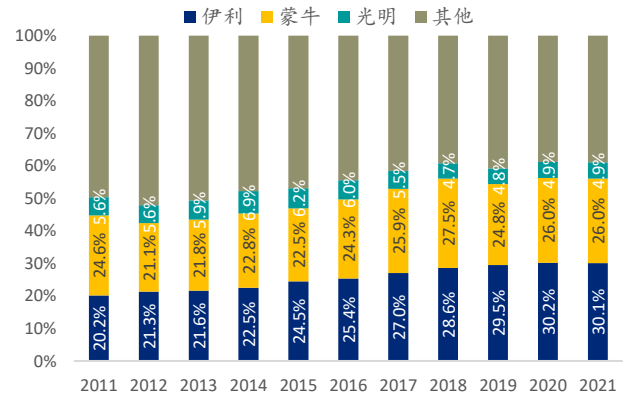
随着常温奶逐渐占据中国乳制品市场绝大部分的市场份额，光明乳业与伊利和蒙牛的差距也不断扩大，2021年，光明乳业的中国乳制品和液态奶市场份额为分别为4.1%和4.9%，远低于伊利与蒙牛。

图表 3: 伊利、蒙牛及光明乳制品市场份额



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 4: 伊利、蒙牛及光明液态奶市场份额



资料来源: Euromonitor、浦银国际

尽管过去 20 年里，光明的发展速度远慢于伊利与蒙牛，但作为低温白奶的龙头，光明在上海以及长三角地区具有难以撼动的地位与市场份额。我们估算，2021 年光明在上海的市场份额高达 28%。

除了高品质和有创新力的产品外，我们认为光明在长三角地区绝对的统治地位，离不开其成熟的送奶入户体系。上世纪末，为了保证低温奶的新鲜度和安全性，光明在长三角地区打造了健全的入户渠道（包括奶站），并由送奶工每日将新鲜的低温牛奶产品送到客户家中。

图表 5: 光明随心订 APP



资料来源: 随心订 APP、浦银国际

图表 6: 光明随心订送奶车



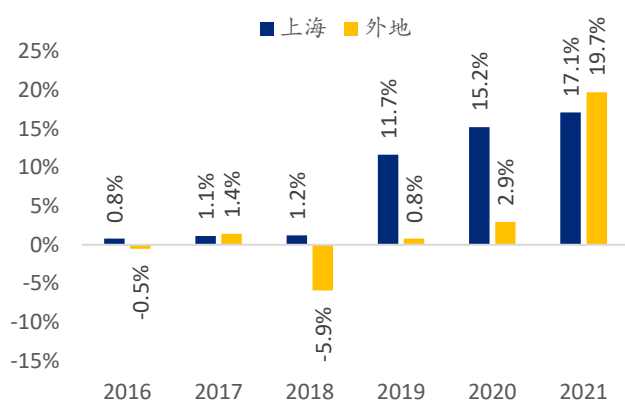
资料来源: 中国日报、浦银国际

2011年，公司推出“随心订”服务，对送奶入户服务进行更加人性化的服务提升。一改以往的订购流程，提供“随心订、随地付、随意选、随心换”的便利服务，也是光明低温产品销售的主要渠道。按2019年公司数据，“随心订”贡献了约8%的收入。

过去30多年里，光明高质量的产品、完善的服务以及良好的口碑，都帮助公司在华东地区（尤其是上海）建立起稳定的市场与粘性极高的客群，与此同时，也在当地也培养了消费者购买和饮用低温奶的习惯。这帮助公司在华东地区构筑了强大的护城河。过去5年里，光明在上海的增速持续优于其在上海以外地区的增速。

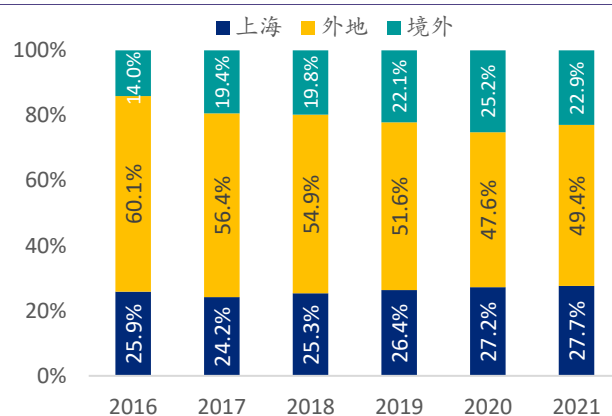
归功于稳定的基本盘市场，在疫情期间，光明的主营业务（不包括新莱特）依然能够维持稳定的收入与净利润水平。

图表 7: 光明在上海和外地市场收入同比增速



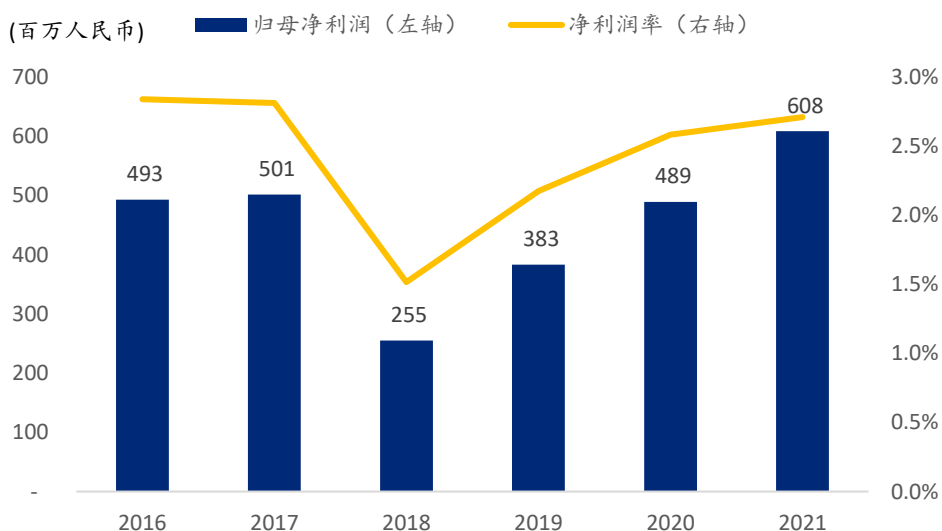
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 8: 光明收入按地区分布



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 9: 光明主营业务（不包括新莱特）归母净利润及净利润率，2016-2021

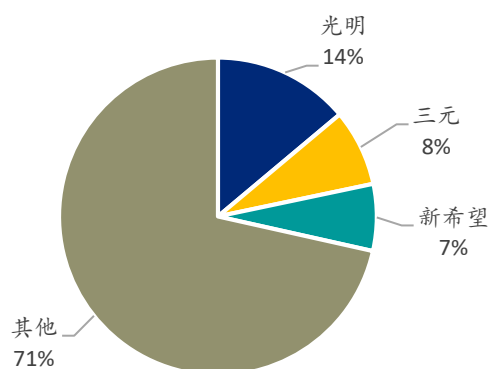


资料来源：公司数据，浦银国际

低温奶龙头的扩张之路道阻且长

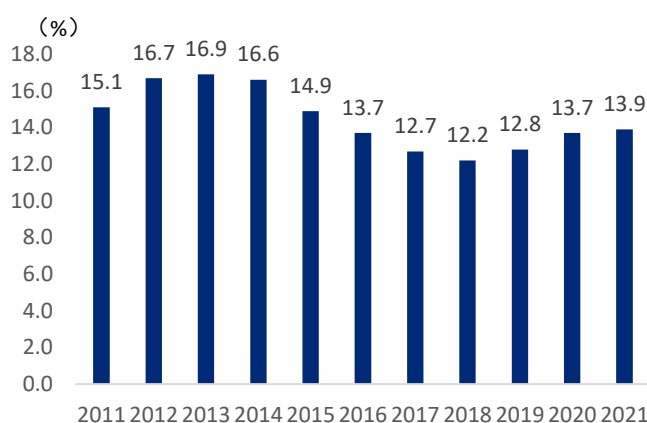
尽管光明整体的收入规模与伊利蒙牛存在较大差距，但在低温巴氏奶领域，光明依然是全国市场的龙头，市占率长期维持在 13% 左右。另外，作为光明长期聚焦的品类，我们估计，2021 年，低温巴氏奶对光明乳业的收入贡献达 25% 左右。

图表 10：中国巴氏奶市场份额分布，2021



资料来源：Euromonitor、浦银国际

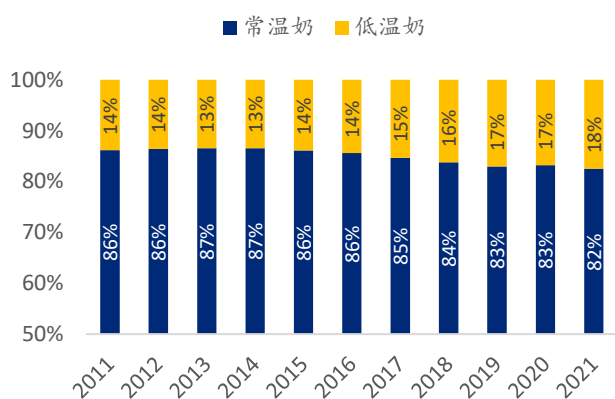
图表 11：光明在中国低温巴氏奶的市场份额变化



资料来源：Euromonitor、浦银国际

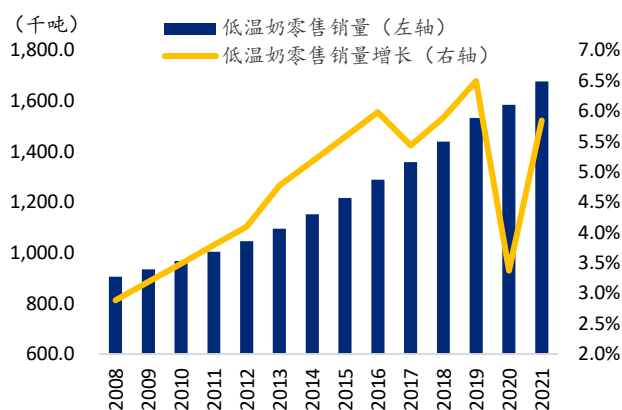
近几年间，随着消费者的消费升级以及健康意识的提升，低温巴氏奶的市场规模稳步增长，在整体白奶市场中的占比也持续提升。

图表 12：中国白奶零售额分布：常温白奶与低温白奶



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 13：中国低温奶销量及增长



资料来源：Euromonitor、浦银国际

作为中国低温乳制品龙头企业，我们认为，光明有望借助其丰富的低温产品矩阵以及较高的品牌力，从而受益于低温巴氏奶市场需求持续提升的大趋势。

图表 14：光明低温奶产品矩阵

(元/950ml)		光明		光明0脂肪					
大众		15.3		16.5					
									
中端		22.8		26.9		23.5		24.5	
									
高端		32.8		38.8		61.1		49.9	
									

资料来源：京东、淘宝、浦银国际

然而我们也意识到，过去 20 年里，光明乳业聚焦低温巴氏奶，也阻碍了其全国化道路。这主要是因为巴氏杀菌技术没有完全将白奶中的细菌灭活，因而低温奶必须在低温环境下生产、运输及销售，且保质期远短于常温奶（通常在 7-10 天左右）。这就大幅限制了低温奶的销售与生产之间的距离。

受制于生产运输距离和冷链运输的成本等，目前主要低温奶企业尚无法成为全国性企业，势力范围仅局限于特定区域（比如：光明集中在上海周边区域、三元在北京周边区域等）。在我们看来，未来，光明的低温产品如果要持续向全国区域扩张，进一步配备以下两点至关重要：

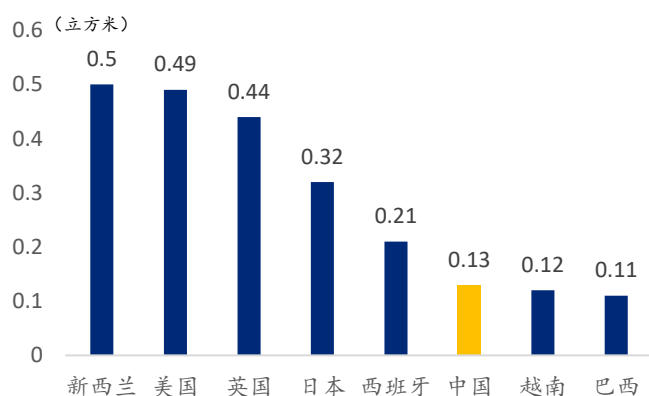
- (1) 更发达的冷链物流；
- (2) 更全国化的奶源布局。

更发达的冷链物流

受益于中国政府颁布一系列鼓励政策，在过去十几年里，中国的冷链运输仓储能力已有了长足发展。但相比发达国家，中国总体冷链物流水平目前有待发展。截至 2018 年，中国人均冷库仓储容积仅 0.13 立方米，较发达国家仍有很大的差距。

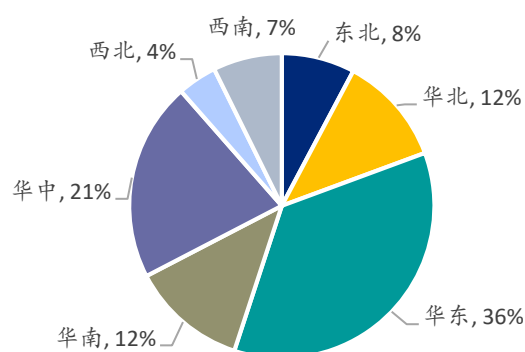
另一方面，中国冷链仓储资源分布不均，更多集中在经济较为发达的地区。这也限制了低温乳制品对经济相对落后区域的渗透。

图表 15：中国冷库容量与世界各国比较，2018



资料来源：国际冷藏仓库协会 (IARW)、浦银国际

图表 16：中国各地区冷库容量占比，2019



资料来源：Wind、浦银国际

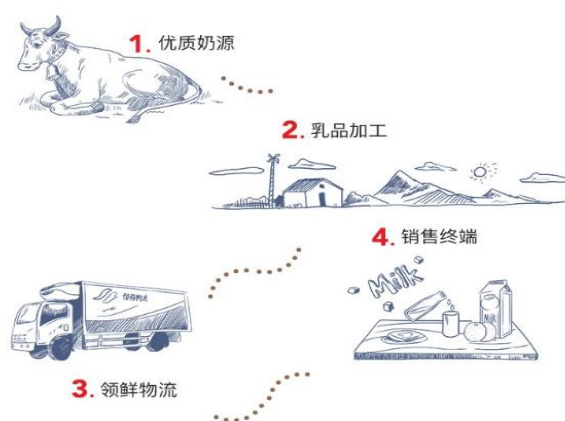
早在 2003 年，光明就整合自身物流体系并成立“领鲜物流”，建立起自己的乳制品冷链物流运输网络。但由于光明乳业立足长三角的定位，自身的冷链物流体系也仅打通了长三角地区，未触及全国网络。

图表 17：光明领鲜物流



资料来源：搜狐、浦银国际

图表 18：光明全产业链



资料来源：公司官网、浦银国际

我们认为，光明要持续扩张自己的低温乳制品版图，在当地建立起完善的物流体系尤为关键，保证自己的低温产品能够在尽可能短的时间内抵达销售终端。但这就意味着更大的资本开支及更长的投资回报周期。

全国化奶源布局

但就算有冷链运输体系的加持，低温奶的保质期仅为 7-10 天。根据公司测算，在保证货架天数及货品质量的同时，经济最大化的可运输半径仅为 600-700 公里。也就是说，将低温奶产品进行全国化推广，需要公司掌握的奶源足够多、分布足够分散。

近年来，光明通过收购上游牧场拓展奶源分布，为其全国化进行布局。目前已在华中、华东、华北及西北地区拥有奶源。这为光明扩大低温奶的销售半径，向长三角以外的区域扩张打下了坚实的基础。

图表 19：光明牧场分布



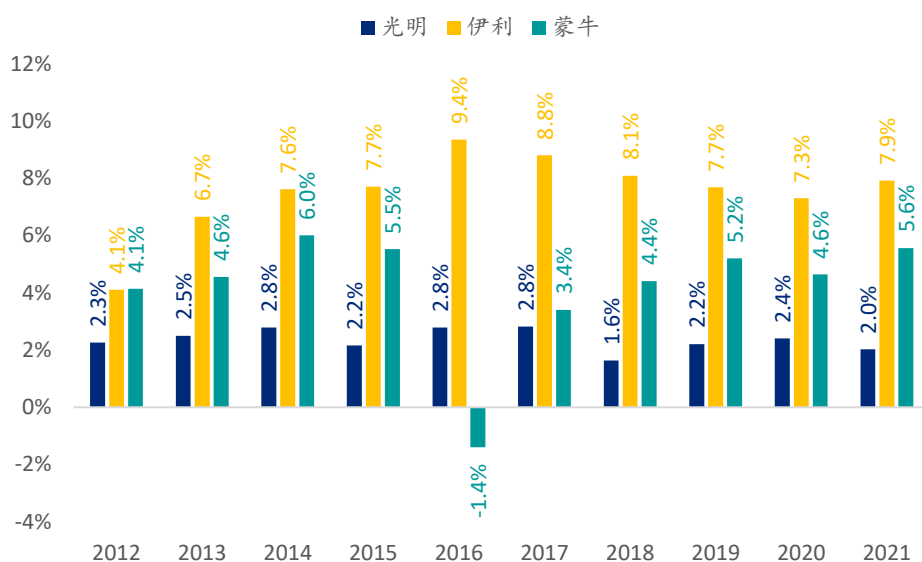
资料来源：公司资料、浦银国际

市场规模还是盈利水平，鱼与熊掌能否兼得？

我们认为，如何在市场规模和盈利水平之间寻求平衡，是光明一直以来需要面对的主要挑战。

低温液态奶对物流和仓储有极高的冷链要求，因此，它的利润率要低于常温奶。这导致了光明的盈利水平相比对手处于较低的水平。过去 10 年，光明的净利润率基本上维持在 2-3% 的范围，低于伊利与蒙牛。

图表 20：光明与伊利蒙牛净利润率比较

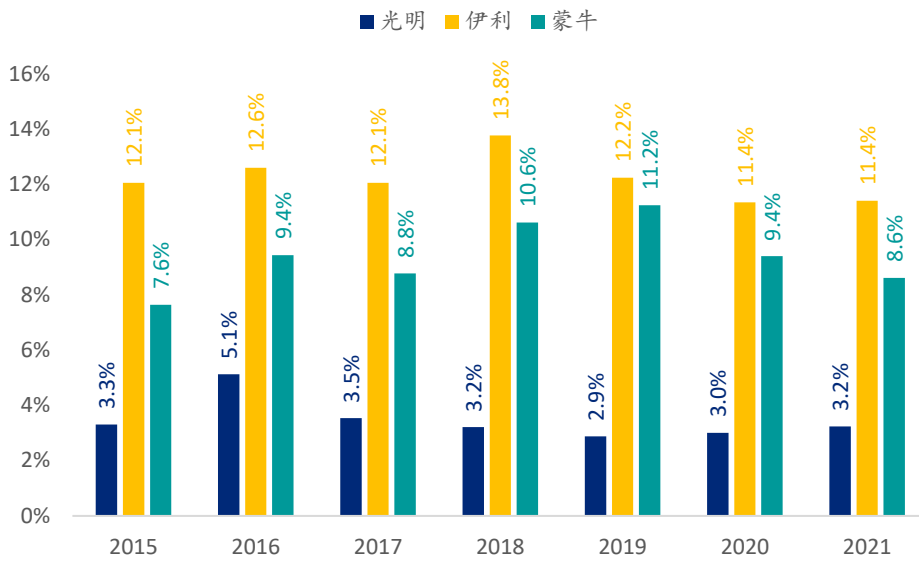


资料来源：公司数据，浦银国际

作为乳制品品牌，想要提升销售规模、扩大市场份额、占领消费者心智，品牌广告宣传和市场营销投入必不可少。这也是为什么伊利与蒙牛在如此大的市场规模下，过去几年依然大力加大广告宣传与营销费用。

然而，光明较低的净利润率，很大程度上限制了对品牌和市场的投放力度。相比伊利蒙牛，光明的广告宣传营销费率要远低于对手，绝对值水平更是如此。若光明将广告宣传营销费率提升到伊利的水平，则难以维持盈利水平。

图表 21: 伊利、蒙牛与光明的广告宣传营销费率



资料来源: 公司数据, 浦银国际

然而, 与伊利蒙牛广撒网赞助各种爆款综艺与体育赛事不同, 在有限的预算下, 光明选择赞助项目需要更为谨慎和精准。这对管理层的战略与眼光提出了很高的要求。

继 2020 年赞助了央视《故事里的中国》获得白玉兰奖后, 光明在 2021 年再次携手央视独家冠名赞助了《典籍里的中国》, 同样收获了不错的反响。

图表 22: 光明赞助央视《故事里的中国》



资料来源: 央视官网、浦银国际

图表 23: 光明独家冠名赞助《典籍里的中国》



资料来源: 光明微博、浦银国际

海外优质奶源资产引致业绩波动

2008 年三聚氰胺事件持续发酵，中国消费者对国内奶源及乳制品的信任度降低。在这个契机下，光明决定向外扩张，取得国外优质奶源，希望以此重新获取消费者对品牌质量的信赖。光明是中国第一个尝试走出国门，抢占国外优质奶源的乳企。

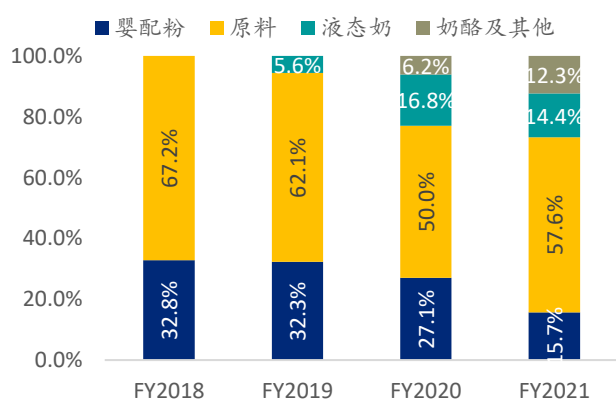
2010 年，光明乳业以 8,200 万新西兰元成功收购新西兰第三大乳企新莱特 51% 的新增股份。至此，公司完成了“走出去”的既定目标——获得了来自新西兰的优质奶源，同时也拥有了国际知名品牌的加持。

2013 年 7 月，新莱特正式在新西兰证券交易所挂牌上市，也是中国海外收购案中第一个成功推动被收购企业在海外上市的项目。新莱特上市后，受股权稀释的影响，光明乳业持股比例下降至 39.12%，但仍是该公司最大单一股东。

新莱特主营业务以大包粉及婴幼儿配方奶粉代加工为主，2022 财年上半年（2021 年 8 月至 2022 年 1 月）销量占比分别为 62% 和 12%，近年新增自营的奶酪和液态奶业务为当地商超供货。

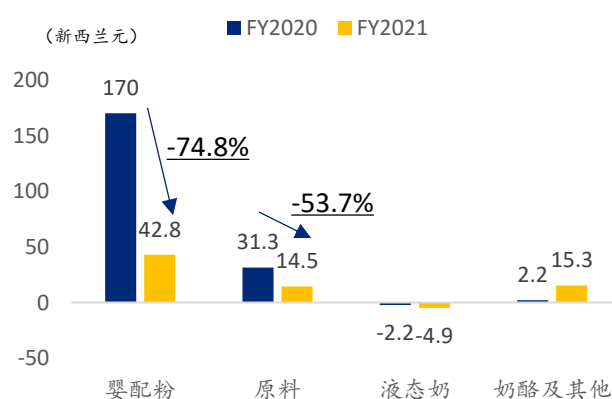
其中，婴配粉代加工业务主要是为国际奶粉品牌 A2 提供奶粉代加工。公司在 2022 年以前曾是 A2 独家供应商，此部分的业务收入与 A2 的销售情况紧密相关。A2 在疫情期间订单量的下滑也使新莱特的婴配粉代加工业务在过去两年的收入占比持续缩水。

图表 24：新莱特主营业务销量分布



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 25：新莱特主营业务毛利润



资料来源：公司数据、浦银国际

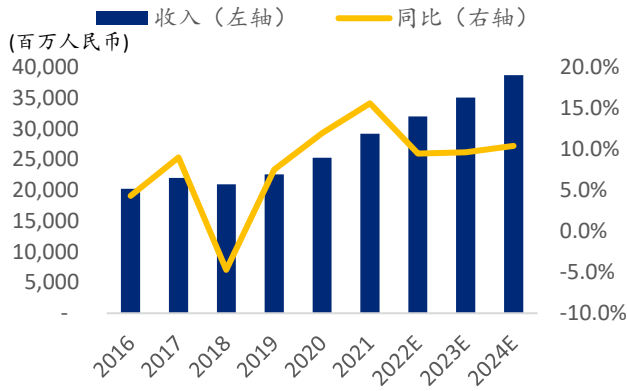
另一方面，基于新莱特与 A2 的长期合作关系，公司在未考虑原奶价格上涨因素下，对售价进行提前锁定，导致其 FY21 年婴配粉加工业务毛利润大幅下降 75%。另外，公司原料业务的毛利润也由于成本的大幅上升而同比下降 54%。这两点对新莱特的总体利润带来巨大的冲击，直接使公司 FY21 财年出现亏损。

2021 年，A2 收购了 Mataura Valley 公司 75% 的股权。我们认为 A2 未来会将部分的婴配粉代加工从新莱特转去 Mataura Valley，从而导致新莱特的婴配粉代加工业务的收入规模继续下降。但新莱特方面也在持续开发新的客户，希望可以减小对 A2 的依赖。

我们认为，FY22 财年，在新莱特对婴配粉产品的价格进行调整以后，公司利润率将有所回升，但收入表现依然有较大不确定性。

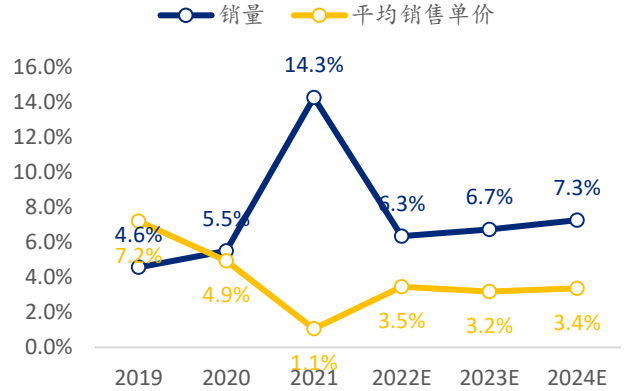
盈利预测

图表 26: 光明收入与同比增速, 2016-2024E



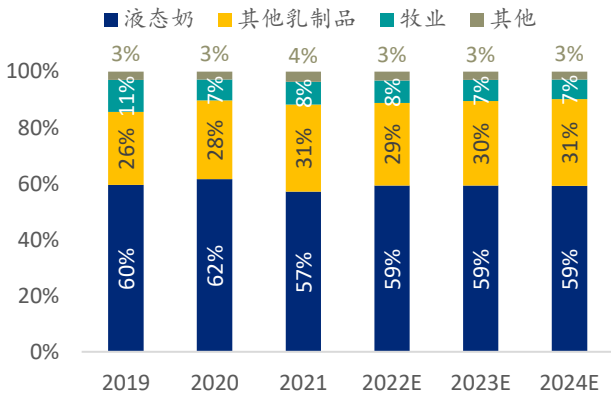
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 27: 销量与平均销售单价同比变化 (不含牧业业务), 2019-2024E



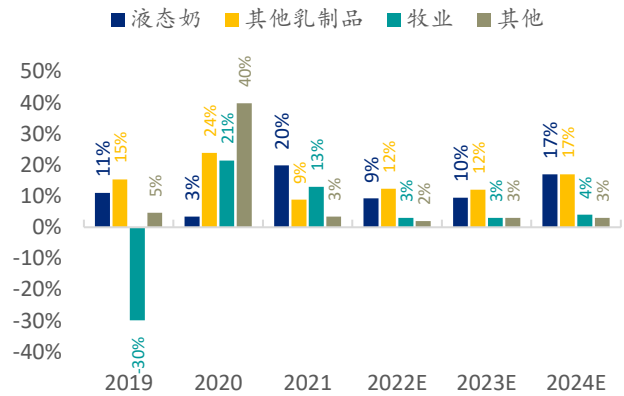
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 28: 收入按品类分布, 2019-2024E;



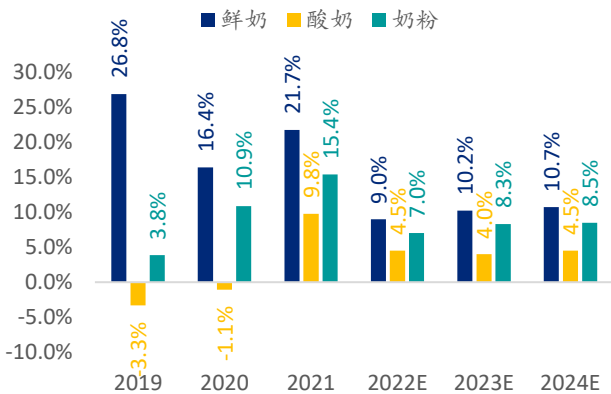
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 29: 各品类收入同比增长, 2016-2024E



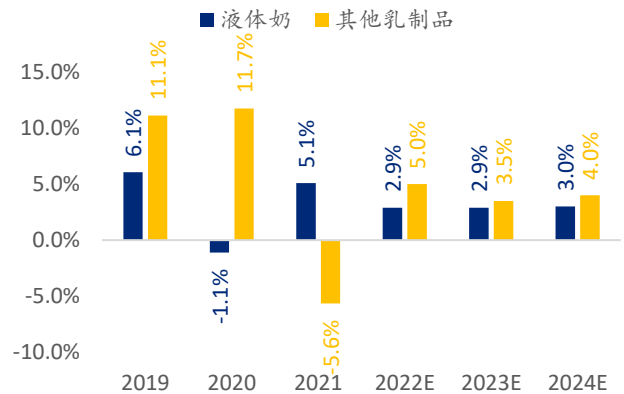
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 30: 各品类销量同比变化, 2016-2024E;



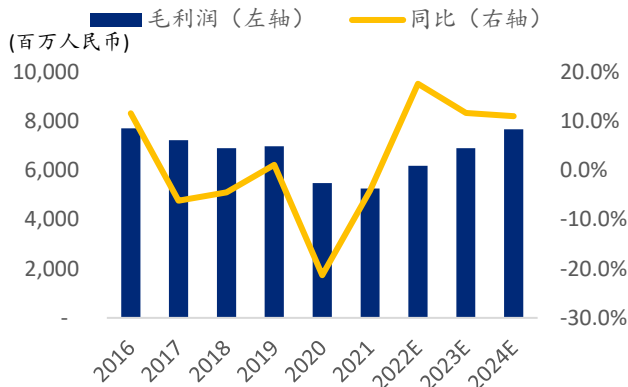
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 31: 各品类平均销售单价同比变化, 2016-2024E



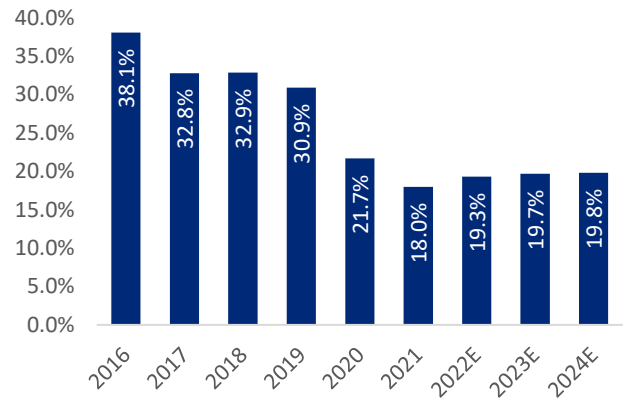
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 32: 光明毛利与同比增速, 2016-2024E;



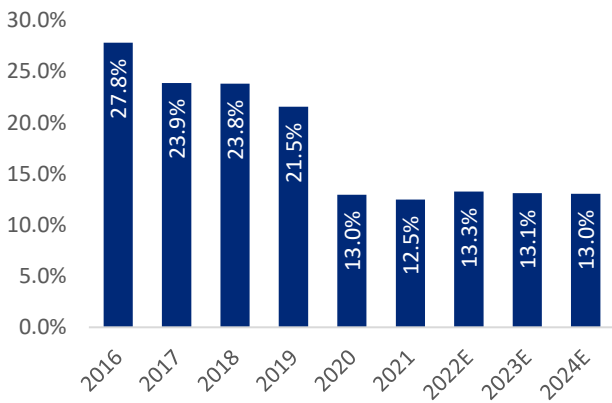
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 33: 光明毛利率, 2016-2024E



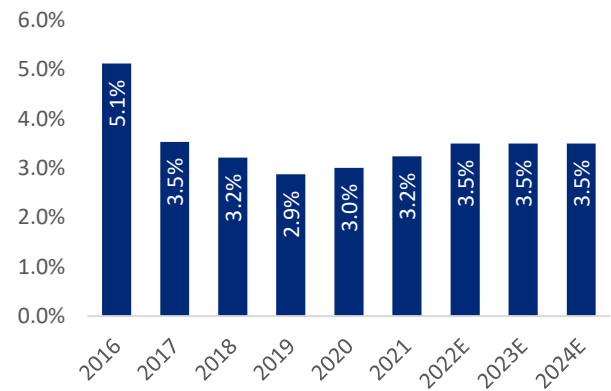
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 34: 光明销售费用率, 2016-2024E;



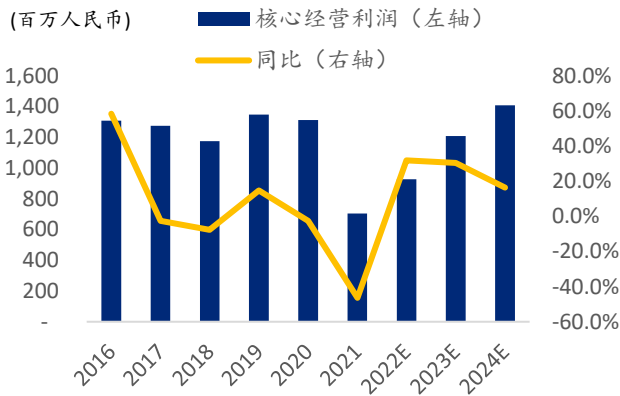
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 35: 光明广告宣传推广费用率, 2016-2024E



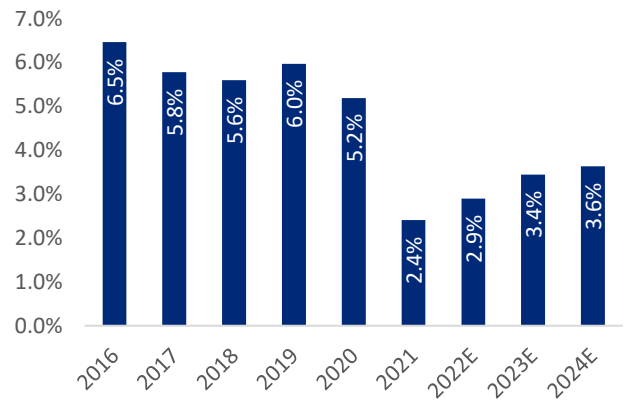
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 36: 光明核心经营利润与同比增速, 2016-2024E;



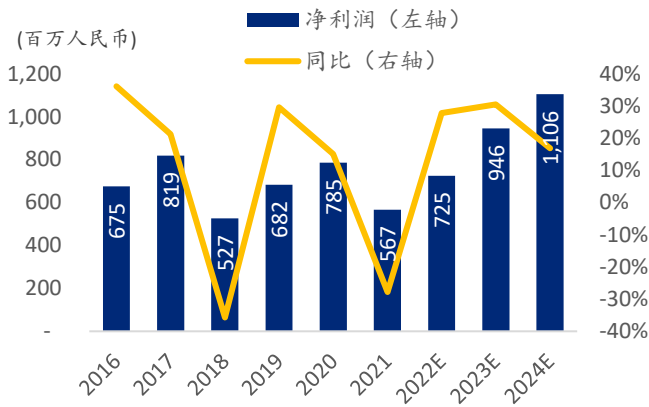
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 37: 光明核心经营利润率, 2016-2024E



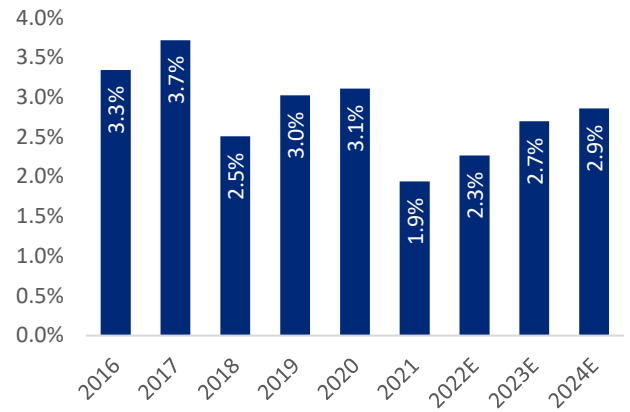
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 38: 光明核心净利润与同比增速, 2016-2024E;



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 39: 光明核心净利率, 2016-2024E



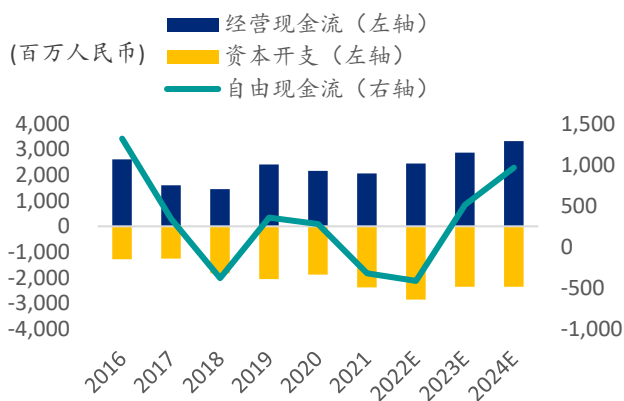
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 40: 杜邦净资产收益率 (ROE) 分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
毛利率	32.9%	30.9%	21.7%	18.0%	19.3%	19.7%	19.8%
销售、管理费用率	27.3%	24.9%	16.5%	15.6%	16.4%	16.2%	16.2%
EBIT 利润率	5.6%	6.0%	5.2%	2.4%	2.9%	3.4%	3.6%
税前利润/EBIT	67%	80%	88%	100%	98%	98%	98%
净利润/税前利润	66.5%	63.6%	67.9%	81.0%	80.0%	80.0%	80.0%
净利润率	2.5%	3.0%	3.1%	1.9%	2.3%	2.7%	2.9%
资产周转率	1.22	1.27	1.33	1.33	1.34	1.41	1.48
财务杠杆	2.56	2.50	2.32	2.27	2.25	2.21	2.18
ROE	8%	10%	10%	6%	7%	8%	9%

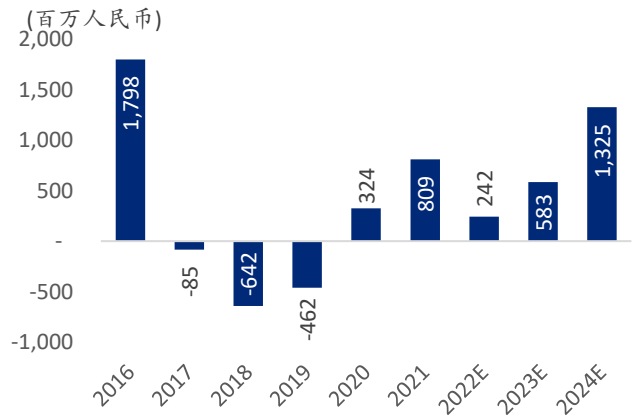
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 41: 光明的经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 42: 光明净现金



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

目标价与估值

我们用 22x 2023E P/E 作为光明的估值（相对伊利目标估值 15%的折扣、相比大型国际食品饮料企业平均估值 5%左右的溢价），得到目标价 12.6 人民币，潜在升幅 1.4%。我们首次覆盖光明乳业（600597.CH），给予“持有”评级。

风险提示

光明乳业股价可能面对的下行风险包括：

- 1) 整体行业需求放缓；
- 2) 华东地区市场竞争加剧；
- 3) 低温奶市场份额被对手蚕食；
- 4) 原材料价格上涨高于预期。

光明乳业股价可能面对的上行风险包括：

- 1) 低温奶市场规模增速提升；
- 2) 公司在华东地区以外市场占有率提升；
- 3) 原材料价格稳定，低于于预期。

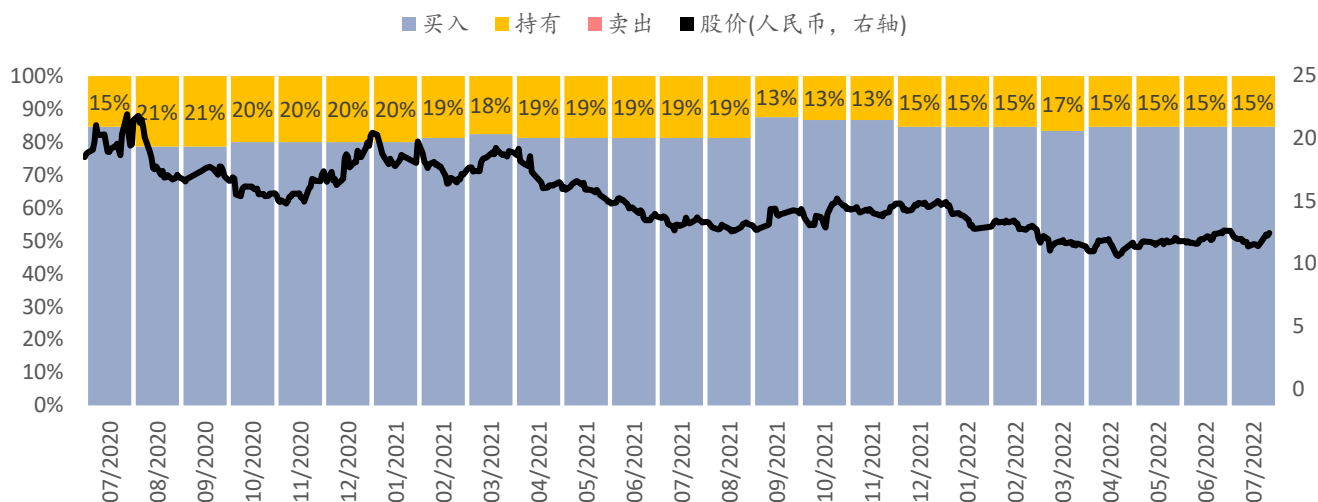
图表 43: SPDBI 目标价: 光明乳业



资料来源: Bloomberg、浦银国际

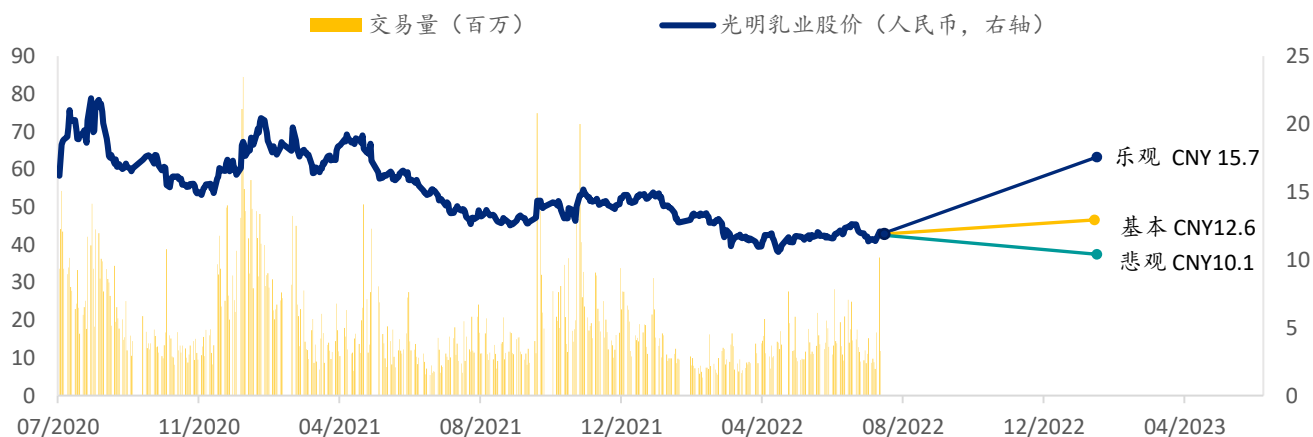
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 44: 光明乳业市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 45: 光明乳业 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 15.7 港元

概率: 25%

- 2023 年鲜奶销量增长超 20%;
- 2023 年毛利率水平同比提升 80bps;
- 2023 年销售费用率同比下降 40bps。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 10.1 港元

概率: 20%

- 2023 年鲜奶销量增长不及 5%;
- 2023 年毛利率水平同比提升 10bps;
- 2023 年销售费用率同比提升 20bps。

资料来源: 浦银国际

公司背景

● 公司介绍

光明乳业股份有限公司成立于 1996 年，并于 2002 年在上海证券交易所上市（股票代码：600597.CH）。其前身是由英国商人于 1911 年成立的上海可的牛奶公司，拥有超 100 年的历史，在企业发展中逐步确立以牧业、乳制品的开发、生产和销售为主营业务，并成为了中国领先的高端乳品引领者。主营产品包括新鲜牛奶、新鲜酸奶、乳酸菌饮品、常温牛奶、常温酸奶、奶粉、婴儿奶粉、奶酪、黄油、冰淇淋、烘焙等多个品类

公司拥有国家驰名商标“光明”、“莫斯利安”等一系列较高知名度的品牌。其中包含：

- **常温乳：**光明纯牛奶、优加；
- **新鲜牛奶：**光明、新鲜牧场；
- **常温酸奶：**莫斯利安。

目前公司经营模式包括 6 大领域，包括牧场管理、生产模式、物流配送、销售模式、采购模式及海外业务，涵盖了乳业全渠道、全产业链的经营模式：

- **牧场管理：**子公司光明牧业是国内最大的牧业综合性服务公司之一，并采用“千分牧场”评价标准体系确保生乳品质安全、可靠、优质；
- **生产模式：**公司工厂遍布全国主要省市；
- **物流配送：**坚持“区域物流领袖、食品物流专家”的经营目标，采用 WMS、DPS、TMS、车载系统 GPS 及北斗卫星监控系统等现代化信息系统，对物流运作和管理提供有效支持；
- **销售模式：**公司主要采用直销和经销相结合的销售模式，销售渠道遍布全国主要省市；
- **采购模式：**公司按采购物料的类型，使用公开招标、邀请招标、竞争性谈判、询价、单一来源及紧急采购相结合的方式采购，从而提高资金使用效率；
- **海外业务：**公司下属子公司新西兰新莱特主要从事工业奶粉、婴儿奶粉生产和销售，产品远销世界各地。

财务上，公司 2021 年收入 292 亿元人民币，按收入来源区域看，上海地区贡献收入 28%，外地贡献 49%，境外贡献 23%。2021 年公司归母净利润 5.9 亿元，归母净利率 2%。

● 前十大股东

图表 46: 光明乳业主要股东

	主要股东	占比(%)
1	Bright Food Group Co	45.85
2	Bank of Communication	2.25
3	Orient Securities Asset Management	1.3
4	Orient Fund Management	1.06
5	China Universal Asset Management	0.84
6	Hong Kong Securities and Investment Co	0.64
7	CPIC CH PACI RELA GAIN	0.5
8	National Social Security Fund	0.48
9	China Pac Life Stock	0.44
10	E Fund Management Co	0.42

*截至 2022 年 3 月 1 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 47：光明乳业发展里程碑

时间	里程碑
1911-1950	光明乳业前身上海可的牛奶公司成立
1951	“光明”品牌诞生，从冷饮产品逐渐扩展到罐头、奶粉等
1956	上海市牛奶公司成立。可的牛奶公司和“光明”品牌全部划归到上海市牛奶公司
1978	光明品牌为解决人民喝奶难的问题，将产品领域扩展至液态奶，并先后建立9各乳制品工厂
1996	上海市牛奶公司与上海实业集团合资成立“上海光明乳业有限公司”
2000	上海光明乳业有限公司完成股份制改革
2002	于上海证券交易所上市
2007	光明乳业提出“聚焦乳业、领先新鲜、做强常温、突破奶粉”战略
2008	中国常温酸奶首创品牌——光明莫斯利安创新上市
2010	光明乳业成为国内首家导入世界级制造WCM的乳制品企业，并收购新西兰新莱特，成为国内首家实现境外收购资产并在境外成功上市的乳制品企业。
2014	光明乳业携手澳洲乳企PDG，进一步拓展海外奶源
2015	光明乳业子公司光明牧业成功引入战略投资者RRJ
2016	光明乳业升级品牌形象，打造“乐在新鲜”新理念，确立“立足上海，发展华东，优化全国，乐在新鲜”战略
2018	光明乳业收购上海牛奶棚食品有限公司66.27%股权，收购上海益民食品一厂有限公司100%股权
2019	光明乳业与阿里巴巴集团达成战略合作；光明乳业首家烘焙店“光明悠焙”开业，“鲜奶+窑炉”重新定义“海派烘焙”风味
2020	光明乳业与银宝集团强强联手，分别成立江苏光明银宝乳业有限公司和江苏银宝光明牧业有限公司，光明乳业全国领鲜版图再度扩大；光明随心订开启蔬菜肉类配送服务，打造鲜食宅配平台

资料来源：公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 48: 光明乳业公司管理层

姓名	职位	履历
濮韶华	党委书记、董事长	曾任上海水产集团有限公司党委书记、董事长、总裁，上海开创国际海洋资源股份有限公司董事长，上海市商务委员会商贸行业管理处处长、外贸发展处处长、外经处处长，上海市经济委员会外经处处长等职。
罗海	党委副书记、董事、总经理	曾任公司副总经理、华东地区部总经理、保鲜产品事业部销售总监、新鲜产品事业部群华东销售总监等职。
周蕴喆	职工监事、公司总账会计	曾任上海中联商厦统计，上海达能酸乳酪有限公司应收会计等职。
刘瑞兵	财务总监	现任公司财务总监。曾任上海蔬菜（集团）有限公司财务总监，上海西郊国际农产品交易所有限公司财务总监等职。
陆骏飞	副总经理、市场总监、常温营销中心总经理	曾任公司采购总监、华北地区部总经理等职。
王赞	副总经理，光明牧业党委书记、董事长、总经理	曾任公司总裁办主任、行政总监、法务总监等职。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 49：光明乳业利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	25,266	29,206	31,972	35,048	38,690
同比	12%	16%	9%	10%	10%
营业成本	-19,695	-23,846	-25,679	-28,024	-30,895
税金及附加	-86	-104	-113	-124	-137
毛利润	5,485	5,256	6,180	6,899	7,658
毛利率	21.7%	18.0%	19.3%	19.7%	19.8%
销售费用	-3,274	-3,650	-4,236	-4,592	-5,047
管理费用	-826	-814	-924	-997	-1,092
其他经营收入及收益	-73	-89	-93	-101	-112
经营利润	1,312	703	927	1,208	1,407
经营利润率	5.2%	2.4%	2.9%	3.4%	3.6%
营业外收入	34	83	83	83	83
营业外支出	-73	-40	-40	-40	-40
其他营业收入（支出）	-262	-126	-144	-149	-148
利润总额	1,157	700	906	1,182	1,382
所得税	-372	-133	-181	-236	-276
所得税率	-32.1%	-19.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
净利润	785	567	725	946	1,106
减：少数股东损益	-178	25	-40	-180	-190
归母净利润	608	592	685	766	916
归母净利率	2.4%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%
同比	22.0%	-2.5%	15.6%	11.8%	19.6%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 50：光明乳业资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,949	3,206	2,766	3,245	4,136
应收票据及应收账款	1,815	1,914	2,041	2,238	2,470
预付款项	525	555	607	666	735
其他应收款	253	46	46	46	46
存货	2,862	3,115	2,862	2,862	2,862
其他流动资产	3,522	3,548	3,109	3,587	4,478
流动资产合计	8,977	9,178	8,666	9,400	10,592
长期股权投资	115	130	130	130	130
固定资产	8,370	8,067	7,850	7,600	7,316
在建工程	676	1,440	1,440	1,440	1,440
无形资产	460	571	696	818	937
商誉	546	827	827	827	827
递延所得税资产	246	129	129	129	129
其他非流动资产	921	3,108	4,460	5,045	5,409
非流动资产合计	11,333	14,272	15,533	15,989	16,188
短期借款	1,314	713	748	786	825
应付票据及应付账款	2,988	3,315	3,393	3,703	4,083
合同负债	890	1,025	1,025	1,025	1,025
应付职工薪酬	477	476	521	571	630
应交税费	372	170	170	170	170
其他应付款	2,507	2,540	2,540	2,540	2,540
其他流动负债	458	450	450	450	450
流动负债合计	9,007	8,689	8,849	9,246	9,724
长期借款	477	910	1,001	1,101	1,211
应付债券	834	775	775	775	775
其他非流动负债	1,076	2,724	2,724	2,724	2,724
非流动负债合计	2,388	4,409	4,500	4,600	4,711
股本	2,914	4,298	4,298	4,298	4,298
储备	3,365	3,563	4,021	4,533	5,146
少数股东权益	2,636	2,491	2,531	2,711	2,901
所有者权益合计	8,915	10,352	10,850	11,542	12,345

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 51：光明乳业现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	785	567	725	946	1,106
固定资产折旧	912	893	1,005	1,168	1,331
无形资产摊销	18	14	18	21	24
财务费用	131	56	-75	-81	-80
存货的减少	-447	-248	252	0	0
经营性应收项目的减少	-469	92	-136	-211	-257
经营性应付项目的增加	922	299	124	360	439
其他	305	386	531	669	762
经营活动产生的现金流量净额	2,159	2,058	2,444	2,873	3,324
资本开支	-1,880	-2,383	-2,860	-2,360	-2,360
投资支付的现金	-49	-25	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-222	-645	0	0	0
其他	301	458	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-1,850	-2,595	-2,860	-2,360	-2,360
吸收投资收到的现金	652	1,968	0	0	0
取得借款收到的现金	2,936	1,060	127	138	149
收到其他与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	-3,143	-1,631	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-280	-281	-151	-172	-223
其他	0	-334	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	165	783	-24	-35	-74
现金及现金等价物净增加额	469	242	-437	479	891
期初现金及现金等价物余额	2,480	2,961	3,203	2,766	3,245
期末现金及现金等价物余额	2,949	3,203	2,766	3,245	4,136

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 52：浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	66.4	买入	92.8	2022年4月21日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	88.6	买入	119.0	2022年4月18日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022年5月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	6.5	买入	8.5	2022年6月30日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.8	持有	6.0	2022年3月30日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	56.2	买入	70.0	2022年3月25日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	126.1	买入	150.0	2022年4月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.7	买入	31.0	2022年2月24日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	80.0	买入	74.6	2022年4月29日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.5	持有	91.2	2022年4月29日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	36.8	买入	47.9	2022年8月1日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	36.5	买入	47.0	2022年8月1日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	12.4	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.0	持有	7.9	2022年8月1日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	6.4	持有	6.9	2022年8月1日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	39.6	买入	50.0	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	3.0	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品

截至 2022 年 7 月 28 日收盘价 资料来源：Bloomberg，浦银国际整理

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文頌

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

