

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
人民币 10.67 人民币 12.30↓ +15.3%

2023 年 9 月 5 日

光明乳业 (600597 CH)

鲜奶增长 18%，冰淇淋在疲弱环境中成为新增长动力

- ⊕ **毛利率增长和销售费用下降推动净利润同比增长超 20%**。光明 2023 年上半年销售额同比下降 1.9%，归母净利润同比增长 20.1% 至 3.4 亿元人民币。毛利率同比上升 1 个百分点至 20.1%，叠加销售费用的降低，经营利润率/归母净利润率分别提升 0.2 个/0.4 个百分点至 3.5%/2.4%。各主营业务表现，液态奶/其他乳制品/牧业产品/其他业务分别同比变化 3%/-5%/-27%/26%，分别占上半年收入的 57%/30%/7%/6%。牧业业务收入的下降主要受到原奶价格下跌的负面影响。
- ⊕ **鲜奶：低端系列增长快于高端系列。重点旨在力保华东，拓展外地**：上半年，光明鲜奶业务同比增长 18.4%，快于市场增速。按价格带划分，低端产品系列蓝房子/新鲜牧场分别同比增长 18%/29%；中端产品优倍同比增长 13%；高端产品致优系列受到消费力下降的负面影响同比下滑 5%。分地区，光明在上海地区/外地地区分别同比增长 1.7%/-4.5% 至 40 亿/63 亿元。随心订业务在外地市场拓展迅速（尤其是江苏、浙江、武汉等地），入户数呈同比双位数增长。外地市场占随心订业务上半年收入 45%。
- ⊕ **冰淇淋：新增长动力**：凭借双品牌（经典光明品牌及旗下大受欢迎的大白兔系列；新品牌熊小白），冰淇淋收入增长迅速，上海产能同比增 30%。
- ⊕ **酸奶：短期内仍然有逆风**。今年上半年，常温酸奶和低温酸奶均呈双位数下滑。管理层认为下滑的需求主要转移去了更具健康属性的鲜奶，以及更具零食可选属性的奶茶。虽然短期内消费者行为出现变化，但光明坚持酸奶业务的发展策略，持续推出新品（上半年畅优增长 18%）。
- ⊕ **奶价：下半年继续承压**：鉴于目前供过于求的格局暂未改变，同时国际奶价也呈下降趋势，叠加需求端暂未明显提升，管理层预计奶价的恢复还需时间，下半年奶价预计仍在低位徘徊。
- ⊕ **短期逆风仍存，但鉴于消费力逐渐恢复以及新产品成为增长动力，维持买入**。鉴于上半年收入逊于我们预期，我们下调了 2023-25 年每股盈利预测 6-7%，下调目标价至 12.3 元（前为 14.5 元），基于 23.3 倍 2024 年市盈率，对应 0.7 倍 PEG 和 33.3% 的 2023-25 年每股盈利复合年增长率。

财务数据一览

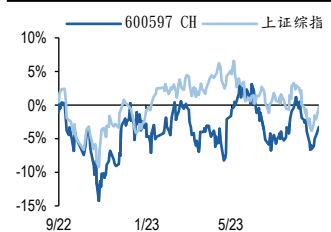
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	29,206	28,215	28,779	31,657	36,089
同比增长(%)	15.6	-3.4	2.0	10.0	14.0
净利润(百万人民币)	592	361	629	725	855
每股盈利(人民币)	0.43	0.26	0.46	0.53	0.62
同比增长(%)	-13.4	-39.1	74.4	15.3	17.9
前EPS预测值(人民币)			0.49	0.56	0.67
调整幅度(%)			-6.0	-6.6	-7.2
市盈率(倍)	24.8	40.8	23.4	20.3	17.2
每股账面净值(人民币)	5.70	5.80	6.12	6.48	6.91
市账率(倍)	1.87	1.84	1.74	1.65	1.54
股息率(%)	1.5	0.7	1.3	1.5	1.8

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	11.38
52周低位(人民币)	9.46
市值(百万人民币)	14,709.88
日均成交量(百万)	9.14
年初至今变化(%)	(0.84)
200天平均价(人民币)	10.73

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com

(852) 3766 1809

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

本文翻译自报告“[Bright Dairy & Food \(600597 CH\) - Fresh milk +18%, ice-cream a new growth driver amid weak environment](#)”，原报告发布于 2023 年 9 月 5 日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

2023 年 9 月 5 日

光明乳业 (600597 CH)

鲜奶业务：低端产品表现优于高端产品：2023 年上半年，光明的鲜奶业务同比增长 18.4%，快于市场增速。按价格带划分，低端产品系列蓝房子/新鲜牧场（价格为每升 12-15 元，促销价可低至 11 元）分别同比增长 18.4%/29.3%；中端产品优倍（价格为每升 20-22 元）同比增长 13%；定价在每升 30 元以上的高端产品致优系列受到消费力下降的负面影响同比下滑 5%。

分地区来看，光明在上海地区/外地地区分别同比增长 1.72%/-4.53%至 39.76 亿/63.18 亿元。其中，新鲜牧场系列产品引领公司在华南地区实现双位数增长，华中市场的鲜奶市场份额也实现正向增长。同时，公司随心订业务在外地市场拓展迅速（尤其是江苏、浙江、武汉等地），入户数呈同比双位数增长。截至 2023 年上半年，外地市场已贡献 45%的随心订业务收入。受去年疫情影响，上海地区随心订入户数在今年上半年同比下滑，但 9 月订奶数据显示已恢复至 2021 年同期的水平。

冰淇淋工厂参观

23 年上半年业绩发布会后，光明的管理层带领我们参观了光明位于上海的冰淇淋工厂，并分享了冰淇淋业务的发展情况和相关策略。

冰淇淋业务的双品牌策略：光明的冰淇淋业务目前年收入约 4 亿人民币，上半年继续保持高增长趋势。公司对冰淇淋业务实行双品牌定位。经典品牌“光明”定位在国潮焕新，产品定价为 3-8 元，凭借优秀的创新和运营能力，公司在新品上获得市场好评，如大白兔系列，上市 2 年后的时间内实现了亿元的销售额；新品牌“熊小白”则通过 IP 和二次元跨界定位于年轻消费群体，定价较高。同时，公司持续进行渠道拓展，上半年在 KA 渠道大润发和盒马的销售额分别实现了 106%/186% 的增长。

产能同比增长 30%：截至目前，冰淇淋工厂拥有 199 名工人，日产能为 160 吨，由每年约 12 月陆续开始生产至次年夏季，运作期为 9 个月左右。每年秋季为停产期，公司会进行机器的维修保养和工厂的装修维护。公司对工厂的运营能力持续优化，今年上半年，工厂产能同比增长 29.9%，产能利用率同比提升 11.94%。在成本优化方面，电耗/汽耗/水耗分别下降 11.8%/10%/5.4%。

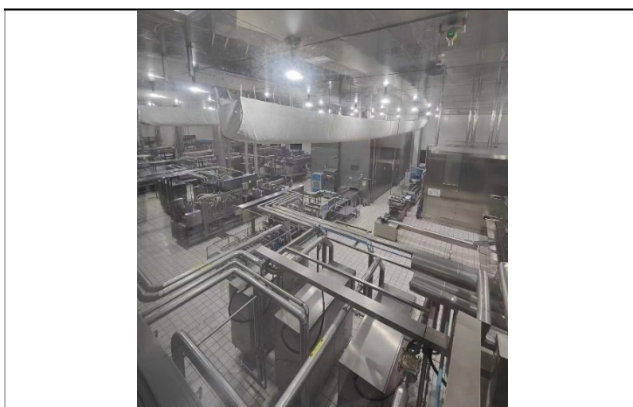
培养冰淇淋业务成下一增长动力：未来公司将持续优化产品组合，持续进行产品创新（如冻品系列，包括鲜奶龙井茶汤圆、可可燕麦包等 8 个 SKU），在线上和线下开展品牌推广和市场营销活动，持续进行渠道拓展，希望将冰淇淋业务培养成下一增长动力。

图表 1: 公司配备智能工厂管理平台，增强数字化管理，对工厂的用气用水用电进行实时管控



资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 冰淇淋工厂生产线。今年夏季天气炎热，工厂产能超出以往约一个月的产量。



资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 光明和熊小白双品牌战略定位不同消费群体



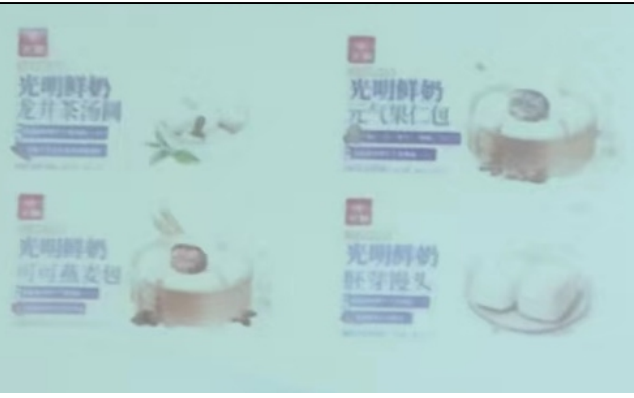
资料来源：公司资料，交银国际

图表 4: 熊小白系列产品



资料来源：公司资料，交银国际

图表 5: 光明冻品系列



资料来源：公司资料，交银国际

图表 6: 光明冰淇淋产品



资料来源：公司资料，交银国际

上半年业绩回顾

图表 7: 光明乳业：财务业绩回顾

(百万人民币)	1H22	1H23	% YoY
营业总收入	14,411	14,139	(1.9%)
主营业务收入	14,280	14,057	(1.6%)
毛利	2,754	2,845	3.3%
经营费用	(2,180)	(2,235)	2.5%
销售及经销开支	(1,756)	(1,720)	(2.0%)
行政开支	(392)	(476)	21.5%
研发开支	(33)	(39)	20.8%
其他收入或支出	(89)	(111)	25.1%
经营利润	485	499	2.9%
营业外收支净额	(0)	17	n.a.
税前利润	485	516	6.4%
税前利润	110	97	(12.3%)
少数股东权益	93	81	(13.1%)
股东应占净利润	281	338	20.1%
股数-摊薄	1,379	1,379	0.0%
摊薄每股盈利 (元)	0.200	0.250	25.0%
利润率			同比百分点变动
毛利率	19.1%	20.1%	1.01
经营费用占销售比例	(15.1%)	(15.8%)	(0.68)
销售及经销开支占收入比例	(12.2%)	(12.2%)	0.02
行政开支占收入比例	(2.7%)	(3.4%)	(0.65)
研发开支占收入比例	(0.2%)	(0.3%)	(0.05)
其他收入或支出	(0.6%)	(0.8%)	(0.17)
经营利润率	3.4%	3.5%	0.16
营业外收支净额	(0.0%)	0.1%	0.12
税前利润率	3.4%	3.6%	0.28
实际税率	22.7%	18.7%	(3.98)
少数股东权益 (占收入比例)	0.6%	0.6%	(0.07)
股东应占净利润率	2.0%	2.4%	0.44

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 8: 光明乳业目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 9: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	47.15	62.00	31.5%	2023 年 08 月 21 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	17.14	20.70	20.8%	2023 年 08 月 03 日	啤酒
600597 CH	光明乳业	买入	10.67	12.30	15.3%	2023 年 09 月 05 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	27.15	34.70	27.8%	2023 年 09 月 04 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	26.44	33.20	25.6%	2023 年 08 月 30 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.91	4.40	-10.4%	2023 年 08 月 30 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	19.72	17.60	-10.8%	2023 年 08 月 30 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	10.20	10.40	2.0%	2023 年 08 月 24 日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	44.50	51.80	16.4%	2023 年 08 月 30 日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	79.10	95.50	20.7%	2023 年 08 月 31 日	纺织服装
1044 HK	恒安国际	买入	29.85	37.60	26.0%	2023 年 08 月 25 日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	18.50	19.20	3.8%	2023 年 07 月 21 日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	13.20	20.50	55.3%	2023 年 08 月 23 日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	90.55	129.00	42.5%	2023 年 08 月 23 日	运动品牌
2331 HK	李宁	买入	39.25	51.20	30.4%	2023 年 08 月 14 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.66	1.46	121.2%	2023 年 08 月 15 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	买入	6.53	8.20	25.6%	2023 年 06 月 27 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 9 月 4 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	29,206	28,215	28,779	31,657	36,089
主营业务成本	(23,846)	(22,952)	(23,021)	(25,292)	(28,797)
毛利	5,360	5,263	5,758	6,365	7,292
销售及管理费用	(4,464)	(4,352)	(4,461)	(4,907)	(5,594)
研发费用	(89)	(85)	(86)	(95)	(108)
其他经营净收入/费用	0	(40)	(288)	(317)	(361)
经营利润	807	786	923	1,047	1,229
财务成本净额	(114)	(158)	(166)	(173)	(182)
其他非经营净收入/费用	7	(131)	208	217	251
税前利润	700	498	966	1,091	1,299
税费	(133)	(107)	(290)	(327)	(390)
非控股权益	25	(30)	(47)	(38)	(55)
净利润	592	361	629	725	855
作每股收益计算的净利润	592	361	629	725	855

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3,206	2,649	2,888	3,170	3,507
有价证券	0	1	1	1	1
应收账款及票据	1,961	2,331	2,425	2,710	3,139
存货	3,115	4,197	4,271	4,693	5,343
开发中物业及土地预付款	555	488	508	568	658
短期应收收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	342	242	253	265	277
总流动资产	9,178	9,908	10,347	11,406	12,924
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	8,067	8,598	8,803	9,011	9,223
其他有形资产	2,634	2,892	2,892	2,892	2,892
无形资产	571	786	833	883	936
合资企业/联营公司投资	130	81	81	81	81
长期应收收入	0	0	0	0	0
其他长期资产	2,871	2,187	2,191	2,195	2,200
总长期资产	14,272	14,544	14,799	15,062	15,332
总资产	23,450	24,452	25,146	26,468	28,256
短期贷款	713	1,203	1,299	1,403	1,515
应付账款	6,331	7,080	7,196	7,853	8,866
其他短期负债	1,646	2,452	2,467	2,495	2,532
总流动负债	8,689	10,735	10,962	11,750	12,913
长期贷款	910	202	208	214	221
长期应付账款	775	789	812	837	862
其他长期负债	2,724	2,179	2,179	2,179	2,179
总长期负债	4,409	3,170	3,199	3,230	3,261
总负债	13,098	13,904	14,161	14,980	16,174
股本	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379
储备及其他资本项目	6,482	6,621	7,057	7,561	8,154
股东权益	7,861	8,000	8,436	8,940	9,533
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
非控股权益	2,491	2,549	2,549	2,549	2,549
总权益	10,352	10,548	10,985	11,488	12,082

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	567	391	676	763	909
折旧及摊销	1,171	1,309	1,078	1,100	1,123
营运资本变动	143	(1,376)	(49)	(36)	(43)
利息调整	56	163	166	173	182
其他经营活动现金流	121	180	(61)	(91)	(137)
经营活动现金流	2,058	667	1,809	1,910	2,034
资本开支	(2,383)	(1,386)	(1,334)	(1,363)	(1,393)
投资活动	3	5	0	0	0
其他投资活动现金流	(215)	279	(4)	(4)	(4)
投资活动现金流	(2,595)	(1,103)	(1,338)	(1,368)	(1,398)
负债净变动	(570)	548	126	135	144
权益净变动	1,968	0	0	0	0
股息	(281)	(348)	(358)	(395)	(443)
其他融资活动现金流	(334)	(327)	0	0	0
融资活动现金流	783	(126)	(232)	(261)	(299)
汇率收益/损失	(2)	4	0	0	0
年初现金	2,961	3,206	2,649	2,888	3,170
年末现金	3,206	2,649	2,888	3,170	3,507

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	0.430	0.262	0.456	0.526	0.620
全面摊薄每股收益	0.430	0.262	0.456	0.526	0.620
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	0.160	0.080	0.139	0.161	0.190
每股账面值	5.702	5.802	6.119	6.484	6.915
利润率分析 (%)					
毛利率	18.4	18.7	20.0	20.1	20.2
EBITDA利润率	6.8	7.4	7.0	6.8	6.5
EBIT利润率	2.8	2.8	3.2	3.3	3.4
净利率	2.0	1.3	2.2	2.3	2.4
盈利能力 (%)					
ROA	2.7	1.5	2.5	2.8	3.1
ROE	8.4	4.5	7.7	8.3	9.3
ROIC	6.7	6.0	3.5	5.9	6.6
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率	18.0	13.1	9.6	9.7	10.1
流动比率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
存货周转天数	48.4	67.7	67.7	67.7	67.7
应收账款周转天数	24.3	29.7	30.2	30.7	31.2
应付账款周转天数	51.3	63.0	63.0	63.0	63.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023年9月5日

光明乳业 (600597 CH)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGOX Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技（上海）股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。