

光明乳业 (600597.SH)

持有(首次评级)

低温风口已至，华东巨头走向全国

当前价格: 9.16 元
目标价格: 10.72 元

投资要点:

低温空间广阔，巴氏奶势头良好。低温鲜奶空间广阔，根据Euromonitor数据，2017-2022年低温鲜奶CAGR为13%，在乳制品行业细分品类中增速靠前，超巴奶由于能够延长保质期从而进一步培养消费者饮奶习惯，将加速低温鲜奶行业扩容，长期市场空间将超700亿元。传统巴氏奶竞争以区域乳企为主，超巴奶出现后拓宽低温白奶的销售半径，双寡头入局竞争加剧，区域乳企以进为退、以攻为守。送奶入户渠道由于无逾期退损，无中间渠道，具有独占性等优势，盈利水平最高，是低温奶竞争的最终战场。

高供应链效率与渠道壁垒，为低温奶保驾护航。在低温奶业务上，公司通过上下游一体的产业布局，打造高供应链效率，上游自建牧场保障原奶供应，光明牧场产能规模和产能效率都居行业前列，下游控股物流城配规模第一的领鲜物流，保障运输能力。在渠道上，减少销售链路和销售更高利润率产品以提升盈利能力对低温业务来说至关重要，而光明通过随心订和起稳固的渠道壁垒，公司产品升级难度较低，因此有望通过产品升级方式进一步增厚业绩，另外江苏、浙江市场培育多年，稳步放量，全国性的牧场建设以及超巴奶的出现助力公司全国化扩张。

并购标的整合赋能，有望支撑业绩。鲜奶赛道由于销售半径限制，市场拓展本身较慢，通过外延收购方式能够提高市场拓展效率，形成较高的协同作用，公司近年来并购动作加快，收购公司有望通过不断整合赋能，有效支撑业绩，其中新莱特有望在新任管理层带领下业绩恢复增长，小西牛有望凭借独特的奶源区位优势，与光明现有的渠道市场形成互补，从而进一步向开拓市场，叠加高业绩承诺，未来成长可期。

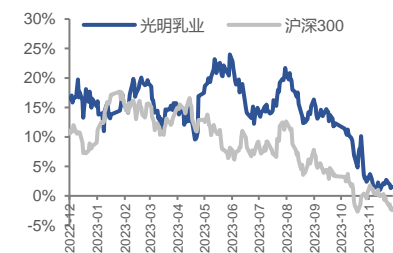
盈利预测与投资建议:我们预计公司 2023-2025 年可实现归母净利润9.60/6.71/7.95 亿元，同比分别166.1%/-30.0%/18.5%。考虑到低温奶景气度提升，公司竞争优势明确，未来成长可期，我们给予公司2024年22X PE，对应目标价为10.72元。首次覆盖，给予公司“持有”评级。

风险提示:行业促销竞争加剧；原奶价格大幅波动；终端需求不及预期；域外扩张不及预期风险；食品安全事件

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1378/1378
总市值/流通市值 (百万元)	12640/12640
每股净资产 (元)	5.90
资产负债率 (%)	55.20
一年内最高/最低 (元)	7.75/5.39

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅
执业证书编号: S0210523050001
邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪
执业证书编号: S0210523060001
邮箱: zdx30145@hfzq.com.cn

相关报告

务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	29,206	28,215	28,014	29,683	33,293
增长率	16%	-3%	-1%	6%	12%
净利润 (百万元)	592	361	960	671	795
增长率	-3%	-39%	166%	-30%	18%
EPS (元/股)	0.43	0.26	0.70	0.49	0.58
市盈率 (P/E)	21.3	35.0	13.2	18.8	15.9
市净率 (P/B)	1.6	1.6	1.4	1.3	1.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量：

(1) 收入端：①液态奶：受益低温奶景气度高、疫后消费者对健康重视程度催化常温奶消费增长、公司开拓小西牛业务与现有渠道形成互补，我们预计 2023-2025 年公司液态奶收入分别为 164.84/174.38/199.27 亿元，同比增长 2.4%/5.8%/14.3%；②其他乳制品：新莱特在新任管理层带领下，持续进行品类扩张和产能扩张，业绩有望恢复增长，我们预计 2023-2025 年公司其他乳制品收入分别为 78.45/82.76/90.68 亿元，同比变动-1.9%/5.5%/9.6%；③我们预计 2023-2025 年牧业收入分别为 21.12/22.39/23.96 亿元，其他业务 23-25 年收入分别为 15.72/17.30/19.02 亿元。

(2) 毛利率：①液态奶：考虑到液态奶主要成本原奶价格 23-24 年预计仍处于下行周期，公司成本端进一步改善，预计 2025 年原奶价格进入上行期，因此我们预计 2023-2025 年毛利率分别 28.3%/29.3%/28.1%；②其他乳制品：考虑到 23 年前三季度海外子公司经营不佳，但未来在公司发力下经营情况有望逐渐修复，预计 2023-2025 年毛利率分别为 3.6%/4.0%/7.1%；③我们预计 2023-2025 年牧业和其他业务毛利率稳定在 1.3%和 21%。

我们区别与市场的观点：

市场认为光明面对伊利蒙牛全国性乳企的冲击，在华东区域难以守住份额：我们认为低温奶保质期短会有较高退损率，盈利能力较差，而送奶入户渠道具备高盈利特点，或许是低温奶的最终战场，我们认为光明在华东区域依靠高供应链效率，建立起较深的送奶入户渠道壁垒，这是全国性乳企难以渗透的。

市场认为光明作为华东区域乳企难以进行省外拓展：我们认为光明在省外拓展具备进阶的可能，一是超巴奶的出现进一步打开销售半径，公司作为乳制品市占率前三的公司，有望进一步抢夺中小乳企的份额；二是公司在全国多地收购和建设牧场，如黑龙江的哈川二期牧场扩建、宁夏中卫牧场，有效保障全国化扩张中的奶源需求；三是公司可在多个城市开拓随心订业务，依靠随心订增强消费者粘性，从而抢占份额。

股价上涨的催化因素：

(1) 乳制品行业需求回暖超预期，尤其是低温鲜奶需求增速超预期；(2) 并购子公司整合赋能进展超预期；(3) 公司全国化扩张进程超预期。

估值与目标价：

我们预计公司 2023-2025 年可实现归母净利润 9.60/6.71/7.95 亿元，同比分别 166.1%/-30.0%/18.5%。考虑到低温奶景气度提升，公司竞争优势明确，未来成长可期，我们给予公司 2024 年 22X PE，对应目标价为 10.72 元/股。首次覆盖，给予公司“持有”评级。

风险提示：

行业促销竞争加剧；原奶价格大幅波动；终端需求不及预期；域外扩张不及预期风险；食品安全事件。

正文目录

1.	巴氏奶龙头，立足华东走向全国	4
2.	低温空间广阔，巴氏奶势头良好	5
3.	高供应链效率与渠道壁垒，为低温奶保驾护航.....	7
4.	并购标的整合赋能，有望支撑业绩	10
5.	盈利预测与投资建议	11
5.1	关键假设	11
5.2	相对估值	12
6.	风险提示	13

图表目录

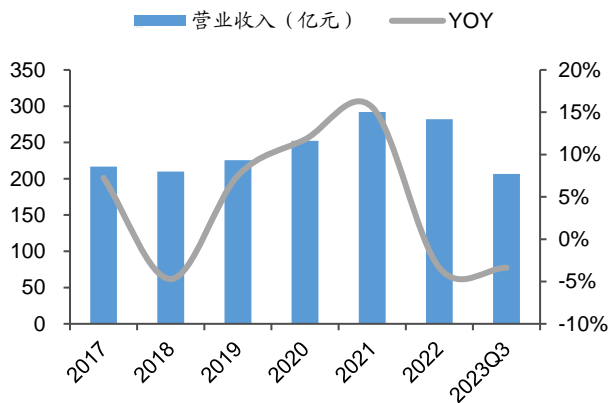
图表 1:	公司营业收入及同比增速	4
图表 2:	公司净利润及同比增速	4
图表 3:	公司分地区收入占比	4
图表 4:	公司分业务收入情况 (亿元)	4
图表 5:	低温鲜奶近 5 年 CAGR 在乳制品细分品类中增速靠前	5
图表 6:	巴氏奶消费和饮奶习惯和生产能力相关	6
图表 7:	光明、蒙牛和新希望在低温鲜奶市场的市占率	6
图表 8:	公司采取全产业链布局，加强对食品安全的管控	7
图表 9:	光明牧业产量规模和单产效率在奶牛养殖行业中处于靠前水平	8
图表 10:	各乳企液体乳毛利率对比 (%)	8
图表 11:	各乳企销售净利率对比 (%)	8
图表 12:	光明随心订已开配送 30 多个城市	9
图表 13:	光明随心订营收稳步增长	9
图表 14:	光明产品矩阵	10
图表 15:	新莱特营业收入及 YOY	10
图表 16:	新莱特净利润及 YOY	10
图表 17:	小西牛盈利能力较好	11
图表 18:	小西牛以青藏高原奶源为特色	11
图表 19:	公司主营业务拆分 (单位: 亿元)	12
图表 20:	可比公司估值	12
图表 21:	财务预测摘要	14

1. 巴氏奶龙头，立足华东走向全国

“新鲜战略”引领，巴氏奶龙头坚持“稳固上海，做强华东，优化全国”。根据 Euromonitor 数据，公司多年来稳居巴氏奶龙头地位，且长期位列乳制品行业前三名，除巴氏奶外，公司也有常温奶、低温酸奶、奶粉、奶酪等产品，产品矩阵完善，其中液态奶收入占比约 60%，其他乳制品收入占比约 30%，且其他乳制品占比整体呈现上升趋势。

分销售区域来看，**上海市场**为公司大本营，上海市场贡献收入占比约在 1/4，收入占比呈现上升趋势，17-22 年收入 CAGR 为 7.3%；而**外地市场**贡献收入呈下降趋势，17-22 年收入 CAGR 为 2.1%，增速较慢，我们认为外地市场发展缓慢的原因在于：1) 伊利蒙牛不断挤占常温酸奶莫斯利安份额，同时低温奶受制于销售半径，较难进行全国化扩张；2) 疫情导致供应链受限，公司难以触达外地市场；**海外市场**收入在新莱特推动下占比上升，17-22 年收入 CAGR 达 10.6%，增速较快。展望未来，公司将在“新鲜战略”引领下，坚持“稳固上海，做强华东，优化全国，乐在新鲜”发展战略，低温鲜奶业务继续加深壁垒，通过产品升级、扩张渠道等方式实现稳步增长，在外延并购方面动作加快，海外新莱特近年来收入贡献比例持续提升，小西牛有望进一步整合赋能，持续贡献业绩。

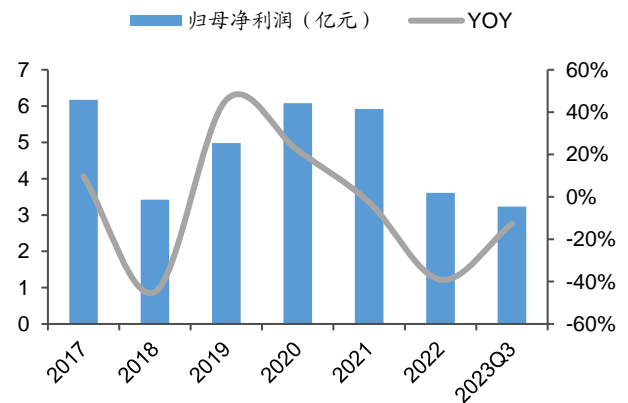
图表 1：公司营业收入及同比增速



数据来源：Wind，华福证券研究所

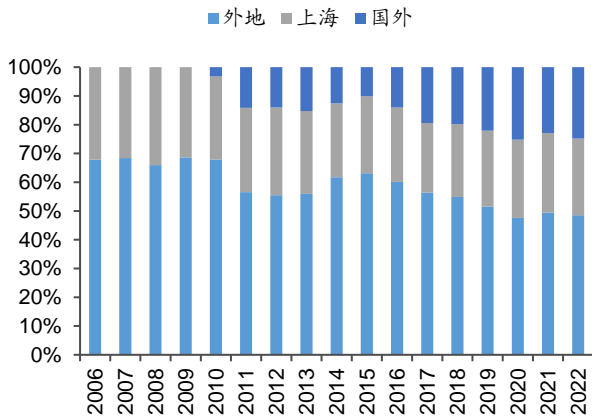
图表 3：公司分地区收入占比

图表 2：公司净利润及同比增速

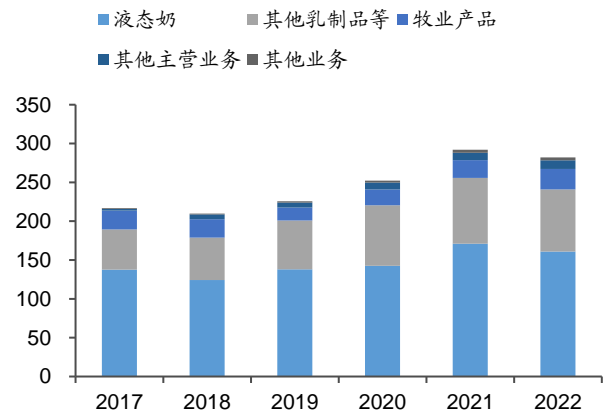


数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 4：公司分业务收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

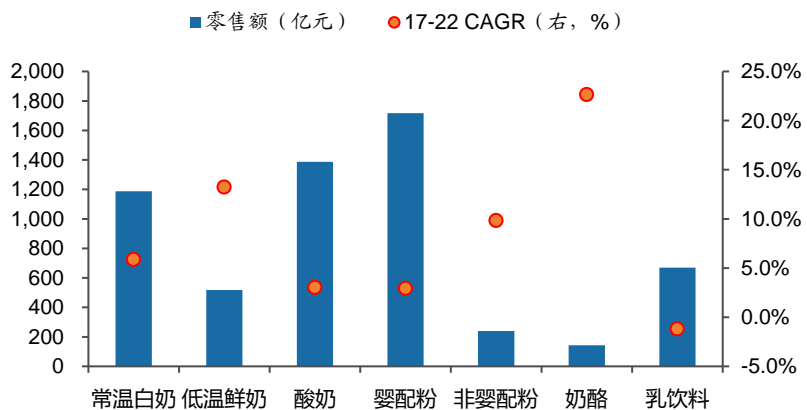


数据来源: Wind, 华福证券研究所

2. 低温空间广阔，巴氏奶势头良好

低温鲜奶空间广阔，超巴奶加速行业扩容，经测算长期市场空间预计超 700 亿元。低温奶通常含有更好的优质乳蛋白，营养价格更高，近年来我国居民健康意识不断提高，冷链的发展为低温奶的腾飞打下坚实基础。根据 Euromonitor，2017-2022 年低温鲜奶 CAGR 达 13%，在乳制品行业细分品类中增速靠前。

图表 5: 低温鲜奶近 5 年 CAGR 在乳制品细分品类中增速靠前



数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

超巴奶的出现进一步加速低温鲜奶行业扩容。超巴奶在口感上与巴氏奶相似，通过特定杀菌技术保证超巴奶的营养价值与巴氏奶几近相同，同时将保质期从 3-7 天延长至 15-20 天，从而扩大销售半径，解决低温奶运输问题，有利于乳企更多触达市场，从而加速市场扩容。鉴于目前各省份的巴氏奶消费呈现“自给自足”的特点，跨省份销售的情况较少，超巴奶的兴起或将打破这一格局。

我们尝试对低温鲜奶市场规模进行测算：我们认为，在消费者饮奶习惯较好的省份，更容易培养出巴氏奶消费群体。因此我们提出假设：

- ① 预计未来人均牛奶消费量高的区域的低温鲜奶消费水平将向当前的巴氏奶生产大省靠近。
- ② 假设人均奶类消费量超过 20kg 的省份未来低温鲜奶消费占比达到 30%，在

15-20kg 的省份达到 25%，在 10-15kg 的省份达到 20%，在 10kg 以下的省份达到 15%。

基于上述假设，我们预计低温鲜奶消费量有望达到 364 万吨，由于 2022 年奶类消费均价为 13.81 元/kg，我们按照 1:1.5 来测算低温鲜奶消费均价，低温鲜奶市场规模为 754 亿元。

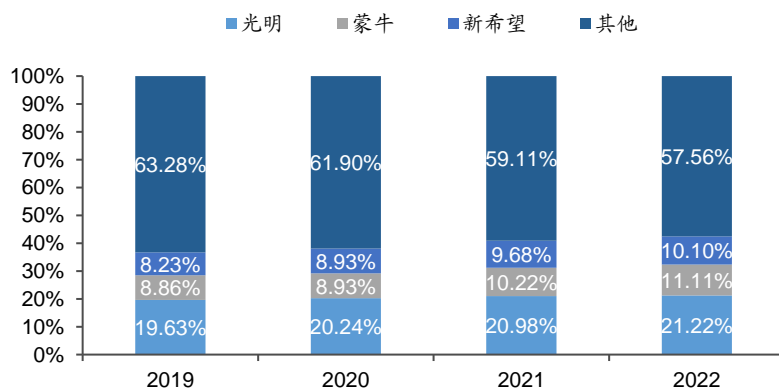
图表 6：巴氏奶消费和饮奶习惯和生产能力相关

	2018年人均牛奶消费量 (kg/人)	2018年奶类消费量 (万吨)	2018年牛奶产量 (万吨)	城镇人均巴氏奶消费量	巴氏奶产量/液态奶产量
辽宁	22.2	65	132	10.12	41.15%
山西	14.4	58	81	6.25	30.06%
新疆	13.5	49	195	4.3	11.31%
福建	11.7	46	14	3.37	49.97%
山东	10.8	165	225	3.34	10.42%
青海	13.6	11	33	2.47	9.48%
浙江	15.1	76	16	1.56	9.96%
重庆	4.7	39	5	1.25	12.04%
云南	4.4	25	58	1.22	4.19%
天津	26	29	48	1.01	2.60%
宁夏	17.6	9	168	0.69	0.26%
吉林	14.9	27	39	0.56	5.39%
四川	12.6	104	64	0.48	2.08%

数据来源：中国奶业统计资料，华福证券研究所

传统巴氏奶竞争以区域乳企为主，超巴奶出现后拓宽低温白奶的销售半径，双寡头入局竞争加剧，区域乳企当以进为退、以攻为守。从竞争格局来看，相较于常温奶伊利和蒙牛双寡头竞争格局，低温鲜奶由于销售半径限制，格局较为分散，根据 Euromonitor，2022 年低温鲜奶市占率前三的公司分别为：光明(21%)、蒙牛(11%)、新乳业(10%)，地方性乳企占据较高份额。超巴奶技术升级为双寡头进军低温鲜奶领域提供良好契机，在低温巴氏奶时代，伊利蒙牛由于所控制奶源集中、工厂所在地集中，所以很难进入低温巴氏奶领域，而如今运输半径扩大，双寡头将再次获得利用自身规模优势、营销优势的机会，提高市占率，而区域乳企当以进为退、以攻为守。

图表 7：光明、蒙牛和新希望在低温鲜奶市场的市占率



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所（注：光明市占率包括光明主品牌、优倍和致优；蒙牛市占率包括现

代牧场和每日鲜语；新希望市占率包括新希望主品牌和 24H 鲜牛奶。))

送奶入户盈利水平最高，我们分析或是低温奶竞争的最终战场。对乳企来说，入户渠道搭建壁垒高、对送奶的服务质量和稳定性要求高，但一旦形成区域规模效应、渗透率提高下，盈利水平有望实现突破。所以尽管在渠道建设初期，乳企需投入奶站、冷库、配送服务团队等成本，并承担一段时间亏损，但达到盈亏平衡后，入户渠道由于不存在常温奶的逾期退损问题，配送链条极简没有中间渠道，具有独占性等优势，能够快速拉动业绩提升。我们以 2019 年光明随心订数据为例，2019 年随心订营销中心的毛利率为 49%（新鲜营销中心/公司整体毛利率为 28% / 31%，下同），销售费用率为 40%（31% / 22%），净利率为 6.2%（-3.9% / 3.0%），高毛利使得随心订净利率仍然维持在较高水平，盈利能力显著。

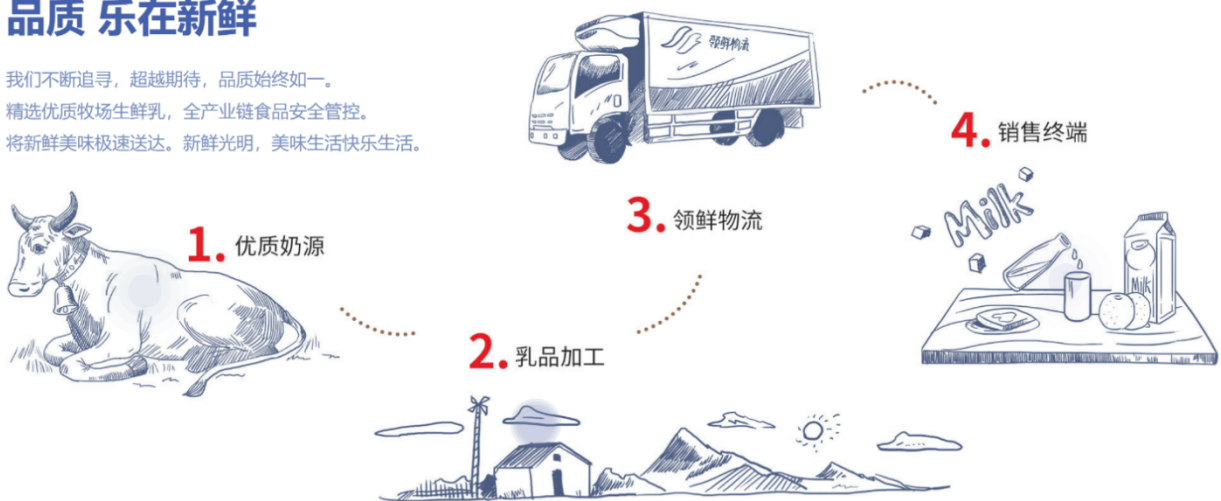
3. 高供应链效率与渠道壁垒，为低温奶保驾护航

上下游一体化布局，公司供应链效率高。由于低温奶有保质期短、需全程冷链运输的特点，低温奶的供应链效率较高，公司通过上下游一体化布局方式，将牧场管理、乳品加工、物流冷链、品牌销售连结，打造高效的供应链。

图表 8：公司采取全产业链布局，加强对食品安全的管控

品质 乐在新鲜

我们不断追寻，超越期待，品质始终如一。
精选优质牧场生鲜乳，全产业链食品安全管控。
将新鲜美味极速送达。新鲜光明，美味生活快乐生活。



数据来源：公司官网，华福证券研究所

上游：自建牧场保障原奶供应。光明乳业下属光明牧业有限公司，有 60 多年的养牛历史。根据中国奶业统计资料，2021 年光明牧业共有牧场 25 个，总存栏数 8.95 万头，存栏成乳牛数 4.29 万头，牛奶产量 44.96 万吨，成乳牛单产 10.51 吨/年。无论从产量规模和单产效率来说，光明牧业都已经在奶牛养殖行业中处于靠前水平。此外，公司采用“千分牧场”的评价标准体系对牧场进行管理，通过对所有牧场兽医保健、繁殖育种、饲料饲养、生奶质量、防暑降温、安全生产等六大版块进行评分，进而保证生乳的质量。

下游：控股领鲜物流，物流城配规模全国第一。上海光明领鲜物流有限公司成立于 2003 年，是光明乳业股份有限公司的全资子公司，是一家以冷链为主的多温度带

综合性物流企业。2017 年光明乳业发布 1+2 全产业链规划，旗下大部分产品经由领鲜物流提供仓储配送服务。根据公司官网，领鲜物流在全国 5 大区域设立 65 座综合物流中心，仓库总面积超过 17.2 万平米，日配送终端网点多达 50,000 余家，有效保障产品冷链物流运输稳定。

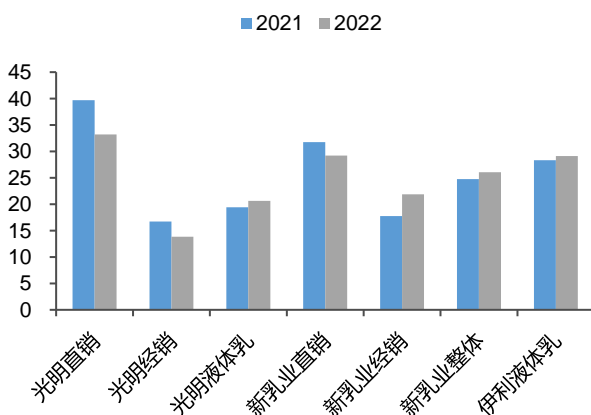
图表 9：光明乳业产量规模和单产效率在奶牛养殖行业中处于靠前水平

牧场名称	牛场数	总存栏 万头	成母牛 万头	牛奶产量 万吨	成母牛单产 吨/年
优然牧业	73	41.62	20.45	198.97	11.4
现代牧业	33	35.38	18.43	161	11.3
越秀辉山	81	12.68	7.73	65.75	8.5
河北乐源牧业	19	12.5	5.6	64	11.5
澳亚牧场	10	10.05	4.99	63.88	12.83
圣牧高科	33	12.3	6.02	60.12	10.3
首农畜牧	27	8.12	4.19	50.61	11.46
光明乳业	25	8.95	4.29	44.96	10.51
原生态牧业	9	8.02	3.64	41.5	11.5
宁夏农垦贺兰山奶业	17	9.84	3.97	36.96	10.9
认养一头牛	6	5.77	2.46	23.57	12.21
天津嘉立荷牧业	15	3.97	2.04	23.46	12.28
新希望生态牧业	12	4.19	2.27	21.66	10.58
前进牧业	18	4.8	2.02	21.22	10.5
河南瑞亚牧业	13	3.5	1.83	18.25	10
中垦乳业	6	2.58	1.46	17.13	11.77
天润乳业牧业	18	3.65	1.67	16.74	10.05
内蒙古星连星牧业	17	3.52	1.64	15.2	10.39
新疆天山军垦牧业	18	2.69	1.41	13.21	8.93
广东温氏乳业	6	2.6	1.5	13	9.32

数据来源：中国奶业统计资料 2021，华福证券研究所

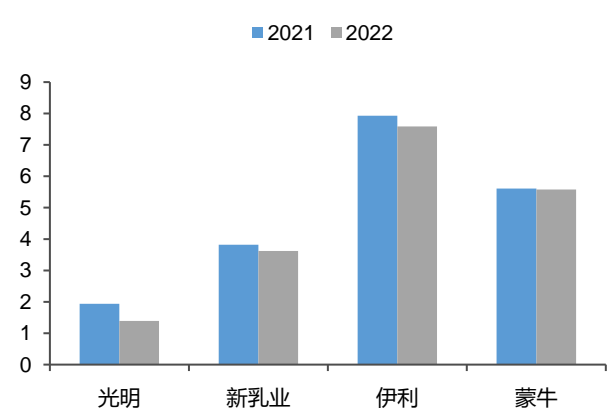
“随心订”渠道壁垒深厚，收购牛奶棚强化上海市场布局。公司主战场在低温市场，但是低温奶保质期相较于常温奶明显缩短，通常退损率较高，从而影响乳企盈利，从各乳企的盈利能力来看，以低温为主的光明和新乳业毛利率和净利率显著低于常温业务为主的伊利和蒙牛，且光明和新乳业的经销渠道毛利率显著低于直销渠道，因此减少销售链路，销售更高利润率产品以提升盈利能力对低温业务来说至关重要，而光明通过送奶入户和收购牛奶棚实现更快触达终端，培养消费者忠诚度。

图表 10：各乳企液体乳毛利率对比 (%)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

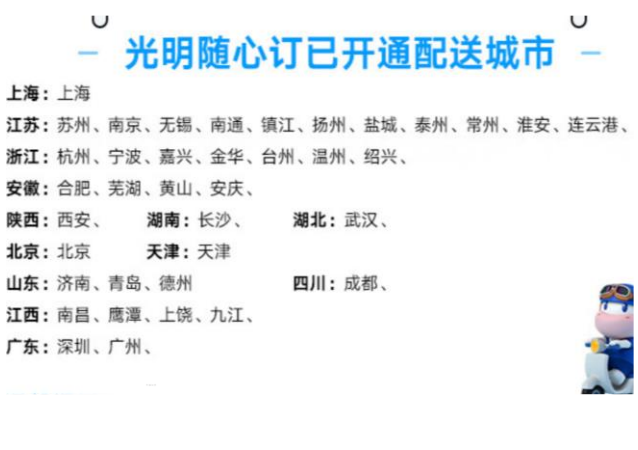
图表 11：各乳企销售净利率对比 (%)



数据来源：Wind, choice, 华福证券研究所

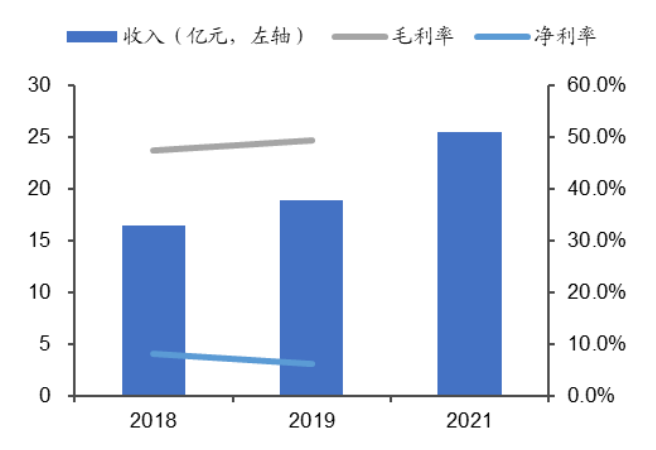
送奶入户渠道壁垒深厚：如前文所述，我们认为送奶入户渠道盈利水平最高，或是低温奶竞争的最终战场，光明则在送奶入户渠道方面壁垒深厚。光明随心订作为全国最大的送奶上门服务平台，覆盖华东、华南、华北等 30 多个城市，完善的冷链系统确保鲜奶配送高质高效。随心订为消费者提供了“随时订、随地付、随意选、随心换”的“四随”订奶服务，能够让消费者购买牛奶更加轻松、更加便捷，对公司而言，随心订更加有利于公司提高盈利能力并形成壁垒，尽管随心订的渠道费用更高，但是其带来的优势在于：1) 新鲜直送、配送链条精简，同时不存在逾期退损，盈利能力更强；2) 随心订属于独占渠道，有利于保证复购率和培养消费者粘性，因此更便于推广高端产品和推广新品类，光明的随心订产品除了销售 70 多种市售乳制品外，此外也有部分随心订专供产品，例如光明与汪裕泰联名的龙井牛乳茶仅供随心订渠道。2019 年光明随心订销售额达 18.94 亿元，同比增长 15%。

图表 12：光明随心订已开配送 30 多个城市



数据来源：京东，华福证券研究所

图表 13：光明随心订营收稳步增长



数据来源：Wind，公司官网，华福证券研究所

收购牛奶棚强化上海市场布局：2018 年公司收购牛奶棚 66.27%的股权，牛奶棚以牛奶+西点为特色，在上海有 200 多家食品专卖店。我们认为牛奶棚的商业模式类似于专营烘焙和牛奶的便利店，与送奶入户渠道具备一定相似性，该模式缩短了销售链路，同时由于社区店较多，为消费者带来更加便捷的体验，同样有利于培养消费者的忠诚度。

基于公司高效率的供应链以及强渠道壁垒，我们认为公司低温业务份额稳固，并可通过产品升级以及全国化扩张方式稳健成长。伴随超巴奶的出现，全国乳企伊利和蒙牛试图抢占低温新高地，但是超巴奶保质期相对于常温奶依然较短，会有较高退损率，盈利能力较差，而送奶入户渠道具备高盈利特点，或许是低温奶的最终战场，我们认为光明在华东区域依靠高供应链效率，建立起较深的送奶入户渠道壁垒，这是全国性乳企难以渗透的。

此外，从公司未来成长性上看，由于送奶入户渠道壁垒深厚，消费者具备较高的品牌忠诚度，公司提价、推高端产品消费者接受程度较高，因此公司在强势区域产品升级难度低于外来品牌，可通过产品升级方式进一步增厚业绩，例如 2022 年公司推出优倍浓醇 4.0g 蛋白高品质鲜牛奶，含有 220mg/L 免疫球蛋白，50mg/L 乳铁蛋白，公司也利用送奶入户渠道推出更多新品，如光明风味牛奶饮品；在全国化扩张方

面，上海市场是公司的大本营，江苏、浙江市场培育多年，稳步放量，公司以攻为守，此外公司在全国多地收购和建设牧场，如黑龙江的哈川二期牧场扩建、宁夏中卫牧场，有效保障全国化扩张中的奶源需求，超巴奶的出现也进一步帮助公司扩大销售半径，利于公司的全国化扩张，公司也可在多个城市开拓随心订配送服务，依靠送奶入户渠道增强消费者粘性，从而抢占份额。

图表 14：光明产品矩阵



数据来源：公司官网，华福证券研究所

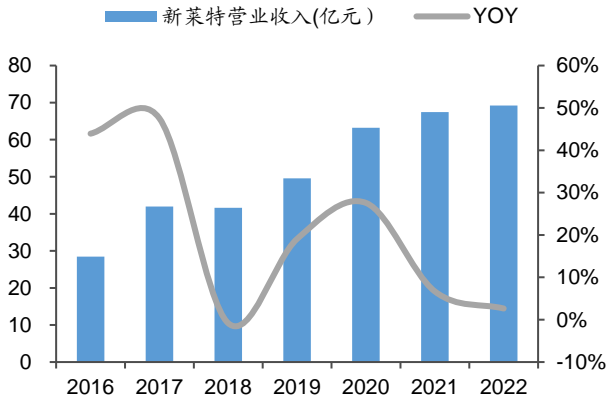
4. 并购标的整合赋能，有望支撑业绩

公司近些年来并购动作增加，有利于市场扩张。公司近年来并购动作加快，在 2010 年收购新西兰奶粉品牌新莱特 51% 股权之后，2018 年收购牛奶棚 66.27% 的股权以及上海益民食品一厂 100% 的股权，2021 年收购小西牛 60% 的股权。低温鲜奶赛道由于销售半径限制，市场拓展本身较慢，通过外延收购方式能够提高市场拓展效率，形成较高的协同作用，牛奶棚能够与公司现有渠道形成互补，小西牛地处西部，能够有效完善公司在西部的奶源布局。

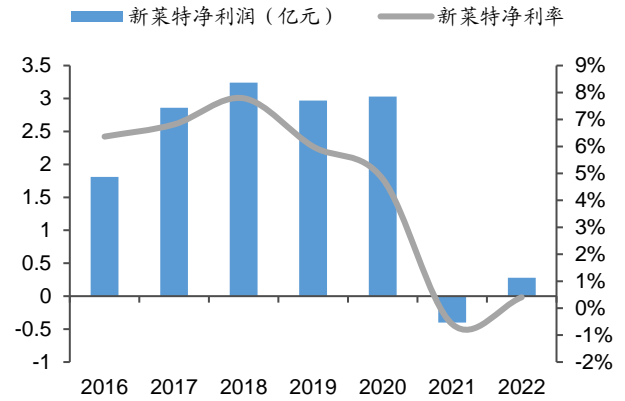
新莱特——新任管理层推动业绩逐步恢复。新莱特曾是新西兰恒天然公司的牛奶供应商和股东，后来成为新西兰五家独立牛奶加工商之一，传统主业为奶粉业务，2020 收购 Dairyworks 拓展奶酪业务，2022 年拓展植物基营养品等业务，实现多元发展。新莱特业绩 15-20 年保持较快增长，但是 2021 年由于疫情影响以及高价采购的原奶库存水平较高，业绩下滑幅度较大，但公司在 2021-2022 年更换新任管理层，并于 2022 财年扭亏为盈，我们认为主要因为原料业务进行持续去库存、营养品业务大幅改善制造费用、多元业务持续为公司贡献业绩、全集团范围为内的降本增效并且降低债务水平等因素。展望未来，新莱特在新任管理层带领下将不断从 21 财年困境中走出，内部管理持续优化，未来伴随市场外部环境恢复，叠加公司在多元化产品、区域和渠道方面发力，公司有望持续恢复增长。

图表 15：新莱特营业收入及 YOY

图表 16：新莱特净利润及 YOY



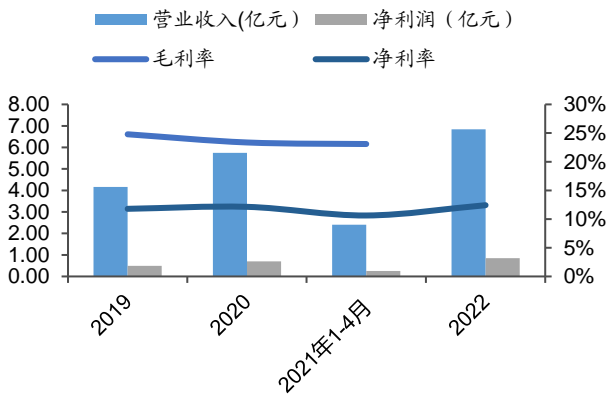
数据来源: Wind, 华福证券研究所



数据来源: Wind, 华福证券研究所

小西牛——多方位协同赋能, 未来成长可期。小西牛依托青藏高原得天独厚的自然资源, 旗下产品包括“青海老酸奶”、“青藏人家”系列高原特色酸奶、“小西牛”系列纯牛奶、“托伦宝”纯牛奶等。为彰显小西牛创始股东对公司自身业务发展的信心, 创始股东在收购时做出业绩承诺: 承诺小西牛在 2022 年至 2024 年实现扣非净利润分别不低于 8456 万元、9597 万元和 10893 万元, 若实际累计净利润数低于承诺的累计净利润数, 则创始股东将对光明乳业进行现金补偿, 充分彰显未来发展信心。我们认为小西牛有望凭借独特的奶源区位优势, 与光明现有的渠道形成互补, 从而进一步扩宽版图, 未来成长可期。

图表 17: 小西牛盈利能力较好



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 18: 小西牛以青藏高原奶源为特色



数据来源: 京东官网, 华福证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 关键假设

(1) 液态奶: 受益低温奶景气度高、疫后消费者对健康重视程度催化常温奶消费增长、公司开拓小西牛业务与现有渠道形成互补, 我们预计 2023-2025 年公司液态奶收入分别为 164.84/174.38/199.27 亿元, 同比增长 2.4%/5.8%/14.3%, 考虑到液态奶主要成本原奶价格 23-24 年预计仍处于下行周期, 公司成本端进一步改善, 预计 2025 年原奶价格进入上行期, 我们预计 2023-2025 年毛利率分别 28.3%/29.3%/28.1%。

(2) 其他乳制品业务：新莱特在新任管理层带领下，持续进行品类扩张和产能扩张，业绩有望恢复增长，我们预计 2023-2025 年公司其他乳制品收入分别为 78.45/82.76/90.68 亿元，同比增长-1.9%/5.5%/9.6%，考虑到 24 年成本预计仍承压但后续盈利能力逐渐修复，预计 2023-2025 年毛利率分别为 3.6%/4.0%/7.1%。

(3) 牧业和其他业务：我们预计 2023-2025 年牧业收入分别为 21.12/22.39/23.96 亿元，其他业务 23-25 年收入分别为 15.72/17.30/19.02 亿元。我们预计 2023-2025 年牧业和其他业务毛利率稳定在 1.3%和 21%。

费用率方面，根据公司业绩预告 2023 年公司费用投放下降，同时预计 2024 年在原奶下行及行业竞争加剧的背景下费用仍有一定增长，2025 年原奶预计进入上行期，买赠促销减少带来销售费用率下降，因此我们预计 2023-2025 年公司销售费用率分别为 11.7%/12.4%/12.3%，管理费用率分别为 3.0%/3.2%/3.3%。

图表 19：公司主营业务拆分（单位：亿元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	292.06	282.15	280.14	296.83	332.93
yoy	15.6%	-3.4%	-0.7%	6.0%	12.2%
毛利率	18.4%	18.7%	18.9%	19.6%	20.1%
液态奶	171.01	160.91	164.84	174.38	199.27
yoy	19.8%	-5.9%	2.4%	5.8%	14.3%
毛利率	27.1%	26.1%	28.3%	29.3%	28.1%
其他乳制品	84.80	80.00	78.45	82.76	90.68
yoy	8.9%	-5.7%	-1.9%	5.5%	9.6%
毛利率	4.5%	9.1%	3.6%	4.0%	7.1%
牧业产品	22.90	26.41	21.12	22.39	23.96
yoy	13.0%	15.3%	-20.0%	6.0%	7.0%
毛利率	2.9%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其他业务	13.36	14.83	15.72	17.30	19.02
yoy	0.0%	11.0%	6.0%	10.0%	10.0%
毛利率	20.3%	20.6%	21.0%	21.0%	21.0%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

5.2 相对估值

我们预计公司 2023-2025 年可实现归母净利润 9.60/6.71/7.95 亿元，同比分别 166.1%/-30.0%/18.5%。考虑到低温奶景气度提升，公司竞争优势明确，未来成长可期，我们给予公司 2024 年 22X PE，对应目标价为 10.72 元。首次覆盖，给予公司“持有”评级。

图表 20：可比公司估值

可比公司		总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
股票代码	公司简称		2022	2023E/A	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600887.SH	伊利股份	1,760.86	94.31	104.25	116.38	132.14	18.67	16.89	15.13	13.33
2319.HK	蒙牛乳业	542.48	53.03	48.09	55.35	61.67	10.23	11.28	9.80	8.80
600419.sh	天润乳业	30.35	1.97	1.42	1.79	2.03	15.44	21.37	16.96	14.98



002732.SZ	燕塘乳业	27.02	0.99	1.80	2.05	2.47	27.19	14.97	13.17	10.93
002946.SZ	新乳业	85.27	3.62	4.67	6.28	7.95	23.59	18.26	13.59	10.72
平均								16.56	13.73	11.75
600597.SH	光明乳业	126.27	3.61	9.60	6.71	7.95	35.01	13.16	18.81	15.87

数据来源：iFind，华福证券研究所（注：总市值截至2024年4月19日，天润乳业已披露2023年年报，24-25E为团队预测，伊利股份23-25年归母净利润来自团队预测；其他可比公司归母净利润来自iFind一致预期，其中蒙牛、燕塘已更新23年年报；）

6. 风险提示

（1）行业促销竞争加剧：若行业促销加剧则公司投放费用增加、收入减少，对公司营收总盘及盈利能力均有影响。

（2）原奶价格大幅波动：原奶价格如有较大变动将会对公司成本、销售费用等方面带来较大影响。

（3）终端需求不及预期：终端需求将影响乳制品销售额，需求不及预期将会对公司营收端带来不利影响。

（4）域外扩张不及预期风险：公司立足华东，拓展全国及海外地区，存在域外拓展不及预期的风险。

（5）食品安全事件：食品安全事件将对公司乃至行业整体口碑、营收、盈利等各方面带来不利影响。

图表 21: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,649	2,853	2,905	3,324	营业收入	28,215	28,014	29,683	33,293
应收票据及账款	2,268	2,227	2,355	2,655	营业成本	22,952	22,706	23,854	26,608
预付账款	488	586	587	632	税金及附加	93	96	101	114
存货	4,197	4,152	4,362	4,865	销售费用	3,474	3,278	3,666	4,095
合同资产	0	0	0	0	管理费用	878	840	950	1,099
其他流动资产	306	543	492	550	研发费用	85	70	89	117
流动资产合计	9,908	10,361	10,701	12,026	财务费用	158	187	178	181
长期股权投资	81	109	106	99	信用减值损失	59	1	35	31
固定资产	8,598	9,095	9,536	9,928	资产减值损失	-172	-103	-122	-132
在建工程	1,028	1,128	1,228	1,328	公允价值变动收益	-7	-7	-7	-7
无形资产	786	1,006	1,226	1,446	投资收益	-14	-4	-8	-9
商誉	823	825	824	824	其他收益	66	108	97	80
其他非流动资产	3,228	3,275	3,245	3,283	营业利润	541	1,298	872	1,077
非流动资产合计	14,544	15,438	16,166	16,908	营业外收入	40	52	58	50
资产合计	24,452	25,799	26,866	28,934	营业外支出	84	66	63	71
短期借款	1,203	2,211	1,874	1,889	利润总额	498	1,285	868	1,057
应付票据及账款	3,904	3,865	4,061	4,530	所得税	107	257	174	211
预收款项	0	0	0	0	净利润	391	1,028	694	845
合同负债	1,068	1,022	1,103	1,226	少数股东损益	30	68	23	50
其他应付款	2,612	2,593	2,748	3,082	归属母公司净利润	361	960	671	795
其他流动负债	1,947	1,443	1,626	1,983	EPS (摊薄)	0.26	0.70	0.49	0.58
流动负债合计	10,735	11,135	11,412	12,710					
长期借款	202	202	202	202	主要财务比率				
应付债券	789	782	785	784		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	2,179	1,991	2,387	2,533	成长能力				
非流动负债合计	3,170	2,975	3,374	3,519	营业收入增长率	-3.4%	-0.7%	6.0%	12.2%
负债合计	13,904	14,110	14,786	16,229	EBIT 增长率	-19.4%	124.4%	-28.9%	18.3%
归属母公司所有者权益	8,000	9,072	9,441	10,015	归母净利润增长率	-39.1%	166.1%	-30.0%	18.5%
少数股东权益	2,549	2,617	2,640	2,689	获利能力				
所有者权益合计	10,548	11,689	12,080	12,705	毛利率	18.7%	18.9%	19.6%	20.1%
负债和股东权益	24,452	25,799	26,866	28,934	净利率	1.4%	3.7%	2.3%	2.5%
					ROE	3.4%	8.2%	5.6%	6.3%
					ROIC	6.0%	11.4%	7.7%	8.6%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	56.9%	54.7%	55.0%	56.1%
经营活动现金流	667	2,074	2,229	2,366	流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
现金收益	1,553	2,239	1,954	2,159	速动比率	0.5	0.6	0.6	0.6
存货影响	-1,082	45	-210	-504	营运能力				
经营性应收影响	-116	46	-6	-212	总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.2
经营性应付影响	684	-58	351	804	应收账款周转天数	27	29	28	27
其他影响	-372	-198	141	119	存货周转天数	57	66	64	62
投资活动现金流	-1,103	-1,917	-1,856	-1,869	每股指标 (元)				
资本支出	-1,339	-1,841	-1,843	-1,844	每股收益	0.26	0.70	0.49	0.58
股权投资	50	-28	2	8	每股经营现金流	0.48	1.50	1.62	1.72
其他长期资产变化	187	-48	-15	-32	每股净资产	5.80	6.58	6.85	7.27
融资活动现金流	-126	47	-321	-78	估值比率				
借款增加	560	515	-234	231	P/E	35	13	19	16
股利及利息支付	-348	-425	-339	-399	P/B	2	1	1	1
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	155	103	121	108
其他影响	-339	-42	251	90					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn