

光明乳业（600597.SH）

持有（维持评级）

弱需求致 24Q1 营收承压，全年信心仍足

当前价格：9.30 元
 目标价格：9.43 元

投资要点：

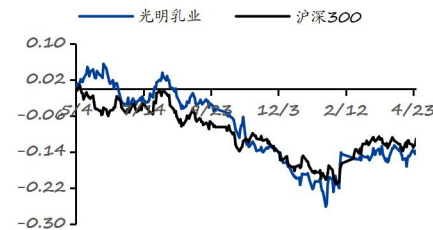
基本数据

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

总股本/流通股本(百万股)	1,378.47/1,378.46
流通 A 股市值(百万元)	12,819.63
每股净资产(元)	6.49
资产负债率(%)	50.77
一年内最高/最低价(元)	11.48/7.81

2023 年公司营业总收入 264.85 亿元，同比变动-6.1%；归母净利润 9.67 亿元，同比增长 168.2%。单四季度来看，2023Q4 营业收入 58.21 亿元，同比变动-14.8%；归母净利润 6.45 亿元，相比同期-0.09 亿元实现扭亏为盈。2023 年公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.22 元（含税）。同时，公司发布 2024 年一季报，24Q1 公司营业总收入 64.17 亿元，同比变动-9.2%；归母净利润 1.72 亿元，同比变动-8.1%。考虑春节错配，我们计算 23Q4+24Q1 公司营收/归母净利/扣非净利分别为 122.38 / 8.17 / 3.97 亿元，同比变动-12.0%/357.3%/544.1%

一年内股价相对走势



液态奶增长承压，新莱特 23 年实现亏损。

23 年公司液态奶/其他乳制品/牧业/其他收入分别为 156.48/73.59/17.57/13.84 亿元，同比变动-2.8%/-8.0%/-33.5%/24.8%。24Q1 液态奶/其他乳制品/牧业/其他收入分别为 35.14/21.73/4.72/2.45 亿元，同比变动-13.7%/1.0%/-0.7%/-26.7%。受国内乳制品竞争激烈影响，公司乳制品营收未达预期，牧业板块因受行业供求不平衡而扰动业绩。23 年新莱特营收 73.61 亿元，同比增长 6.4%，净利润-2.96 亿元，净利润亏损主要系新西兰通货膨胀、原材料价格上涨、人力成本上升、融资成本增加，前期投资项目集中转固等影响所致。同时，新莱特根据实际经营情况，对奶粉事业部的长期资产组计提了减值准备。

团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)
 lc30103@hfzq.com.cn
 分析师：张东雪(S0210523060001)
 zdx30145@hfzq.com.cn

降本控费进行时，24 年展望仍积极

23/24Q1 公司销售费用率分别为 12%/11.5%，同比下降 0.3/0.3pcts，公司销售费用控制得当，管理费用率维持稳定在 3.3%。展望 2024 年，公司指引仍积极：公司争取 2024 年实现营业总收入 290.31 亿，同比增长 10%；归母净利 5.67 亿，同比变动-41%（23 年剔除卖地 4.32 亿后同比增长 6%）；归属于上市公司股东的净资产收益率大于 6.26%。

相关报告

1、低温风口已至，华东巨头走向全国——
 2024.04.21

盈利预测与投资建议

结合公司指引，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 5.91/6.56/6.74 亿元，同比变动-38.9%/11.0%/2.7%（2024-2025 年前值为 6.71/7.95 亿元），考虑到公司面临的行业现状竞争较为激烈、但公司不畏艰难、指引目标仍积极，并制定多项具体措施推动业绩，叠加未来乳制品需求逐步复苏、公司销售结构有望优化、海外经营有望改善等，公司未来发展可期，我们给予公司 24 年 22xPE，对应目标价为 9.43 元，维持“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。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	28,215	26,485	27,327	28,835	30,513
增长率	-3%	-6%	3%	6%	6%
净利润（百万元）	361	967	591	656	674
增长率	-39%	168%	-39%	11%	3%
EPS（元/股）	0.26	0.70	0.43	0.48	0.49
市盈率（P/E）	35.5	13.3	21.7	19.5	19.0
市净率（P/B）	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,287	8,410	6,445	8,124
应收票据及账款	1,906	1,949	2,068	2,190
预付账款	436	510	512	537
存货	3,567	3,675	3,891	4,136
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	525	444	464	516
流动资产合计	9,720	14,989	13,379	15,503
长期股权投资	86	99	88	91
固定资产	0	0	0	0
在建工程	0	100	200	300
无形资产	872	1,092	1,312	1,532
商誉	750	786	768	777
其他非流动资产	12,799	8,019	10,418	9,218
非流动资产合计	14,507	10,097	12,787	11,919
资产合计	24,227	25,085	26,166	27,421
短期借款	1,757	1,757	1,757	1,757
应付票据及账款	3,112	3,209	3,398	3,611
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,382	1,230	1,402	1,429
其他应付款	2,103	2,170	2,289	2,422
其他流动负债	1,843	1,611	1,875	1,968
流动负债合计	10,198	9,977	10,720	11,186
长期借款	535	535	535	535
应付债券	0	394	197	296
其他非流动负债	2,072	2,274	2,297	2,448
非流动负债合计	2,607	3,203	3,029	3,278
负债合计	12,805	13,180	13,749	14,464
归属母公司所有者权益	8,922	9,367	9,830	10,311
少数股东权益	2,500	2,538	2,587	2,646
所有者权益合计	11,423	11,905	12,417	12,957
负债和股东权益	24,227	25,085	26,166	27,421

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,464	2,384	2,481	2,310
现金收益	2,240	885	1,240	1,513
存货影响	630	-108	-215	-246
经营性应收影响	763	180	147	80
经营性应付影响	-1,301	164	308	346
其他影响	-867	1,264	1,001	617
投资活动现金流	-345	2,896	-4,208	-657
资本支出	8,366	-453	-774	-1,022
股权投资	-5	-13	10	-3
其他长期资产变化	-8,705	3,362	-3,444	367
融资活动现金流	-496	-157	-238	26
借款增加	112	125	31	139
股利及利息支付	-288	-295	-302	-257
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-320	13	33	143

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,485	27,327	28,835	30,513
营业成本	21,279	21,925	23,209	24,676
税金及附加	93	94	99	104
销售费用	3,182	3,256	3,407	3,574
管理费用	886	902	952	1,007
研发费用	86	89	94	99
财务费用	235	124	81	78
信用减值损失	8	8	8	8
资产减值损失	-348	-298	-268	-228
公允价值变动收益	7	7	7	7
投资收益	5	5	5	5
其他收益	47	37	37	37
营业利润	892	732	817	838
营业外收入	90	71	71	77
营业外支出	165	185	195	195
利润总额	816	618	693	720
所得税	-14	-11	-12	-13
净利润	831	628	705	732
少数股东损益	-137	38	49	59
归属母公司净利润	967	591	656	674
EPS (按最新股本摊薄)	0.70	0.43	0.48	0.49

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-6.1%	3.2%	5.5%	5.8%
EBIT 增长率	60.3%	-29.5%	4.4%	3.1%
归母公司净利润增长率	168.2%	-38.9%	11.0%	2.7%
获利能力				
毛利率	19.7%	19.8%	19.5%	19.1%
净利率	3.1%	2.3%	2.4%	2.4%
ROE	8.5%	5.0%	5.3%	5.2%
ROIC	39.0%	12.2%	21.8%	17.3%
偿债能力				
资产负债率	52.9%	52.5%	52.5%	52.7%
流动比率	1.0	1.5	1.2	1.4
速动比率	0.6	1.1	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转天数	28	25	25	25
存货周转天数	66	59	59	59
每股指标 (元)				
每股收益	0.70	0.43	0.48	0.49
每股经营现金流	1.06	1.73	1.80	1.68
每股净资产	6.47	6.80	7.13	7.48
估值比率				
P/E	13	22	20	19
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	115	294	209	171

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：hfjys@hfzq.com.cn