

公司研究

经营持续调整，资产处置收益增厚 24Q4 利润

——光明乳业（600597.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：光明乳业发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 全年实现营业收入 242.78 亿元，同比-8.33%；归母净利润 7.22 亿元，同比-25.36%；扣非归母净利润 1.70 亿元，同比-67.48%。其中，24Q4 单季度实现营业收入 58.65 亿元，同比+0.75%；归母净利润 6.06 亿元，同比-6.04%；扣非归母净亏损 0.43 亿元，23 年同期为 2.11 亿元。25Q1 实现营业收入 63.68 亿元，同比-0.76%；归母净利润 1.41 亿元，同比-18.16%；扣非归母净利润 1.90 亿元，同比+2.45%。

液态奶 25Q1 收入降幅环比收窄，饲料业务短期承压。分产品看，25Q1 液态奶/其他乳制品/牧业产品分别实现收入 32.92/24.15/2.11 亿元，同比-6.32%/+11.10%/-55.40%。液态奶 25Q1 收入同比降幅环比收窄，牧业收入下降主要系饲料业务收入受行情影响下滑。**分地区看**，25Q1 上海/外地/境外收入分别为 17.10/25.40/ 20.97 亿元，同比-1.46%/-6.00%/ +6.62%。海外业务中，新西兰新莱特 2024 年全年收入为 74.39 亿元，同比增长 1.06%；全年净亏损 4.5 亿元，上年同期为净亏损 2.96 亿元。新莱特盈利水平有所下滑主要系商品价格下降叠加人工成本提升带来毛利率下降，以及北岛资产组的长期资产组计提的减值损失增加。**分渠道看**，25Q1 直营/经销/其他渠道营收分别为 13.57/49.46/0.45 亿元，同比-1.94%/-0.30%/-25.37%。截至 25Q1 末，公司经销商共 5679 家，其中上海经销商 514 家，25Q1 净减少 35 家；外地经销商 5165 家，净增加 260 家。

费用控制良好，资产处置收益拉高 24Q4 净利润。毛利率方面，2024 全年/24Q4/25Q1 公司毛利率分别为 19.23%/19.06%/18.66%，25Q1 同比-0.99pcts，环比-0.40pcts。**费用端**，2024 全年/24Q4/ 25Q1 销售费用率分别为 12.24%/11.28%/10.20%，25Q1 同比-1.32pcts，环比-1.07pcts。2024 全年/24Q4/25Q1 管理费用率分别为 3.65%/3.19%/3.00%，25Q1 同比-0.33pcts，环比-0.19pcts。**综合来看**，2024 全年/24Q4/ 25Q1 归母净利率分别为 2.97%/10.33%/2.21%，25Q1 同比-0.47pcts，环比-8.11pcts。其中 24Q4 归母净利率相比 24 年前三季度大幅提升主要系土地收储补偿收益。2024 全年/25Q1 扣非归母净利率分别为 0.70%/2.99%，25Q1 同比+0.09pcts。

盈利预测、估值与评级：考虑到终端动销有待恢复，下调 2025-2026 年归母净利润预测为 5.56/6.26 亿元（较前次下调 10.4%/3.8%），新增 2027 年归母净利润预测为 7.07 亿元；对应 2025-2027 年 EPS 为 0.40/0.45/0.51 元，当前股价对应 P/E 分别为 20/18/16 倍，公司作为区域性乳企龙头具备一定竞争优势，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧，原奶价格超预期上涨，食品安全问题。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26,485	24,278	25,275	26,253	27,143
营业收入增长率	-6.13%	-8.33%	4.11%	3.87%	3.39%
归母净利润（百万元）	967	722	556	626	707
归母净利润增长率	168.19%	-25.36%	-23.05%	12.73%	12.88%
EPS（元）	0.70	0.52	0.40	0.45	0.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.84%	7.62%	5.67%	6.09%	6.54%
P/E	12	16	20	18	16
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

增持（维持）

当前价：8.26 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

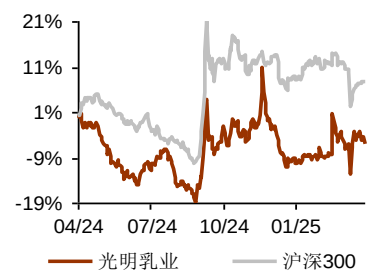
021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.78
总市值(亿元):	113.86
一年最低/最高(元):	7.23/10.18
近 3 月换手率:	76.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.16	3.13	-10.57
绝对	-0.84	2.48	-5.96

资料来源：Wind

相关研报

经营有所承压，静待需求改善——光明乳业（600597.SH）2023 年年报点评及 2024 年一季报点评（2024-05-06）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,485	24,278	25,275	26,253	27,143
营业成本	21,279	19,609	20,209	21,023	21,741
折旧和摊销	1,154	1,108	1,109	1,155	1,217
税金及附加	93	95	99	103	107
销售费用	3,182	2,972	3,018	3,135	3,244
管理费用	886	886	922	958	990
研发费用	86	137	142	148	153
财务费用	235	246	67	66	65
投资收益	5	-3	0	0	0
营业利润	892	725	593	662	742
利润总额	816	442	310	380	459
所得税	-14	-40	-5	-7	-8
净利润	831	482	315	386	467
少数股东损益	-137	-240	-240	-240	-240
归属母公司净利润	967	722	556	626	707
EPS(元)	0.70	0.52	0.40	0.45	0.51

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,464	1,255	1,265	1,699	1,811
净利润	967	722	556	626	707
折旧摊销	1,154	1,108	1,109	1,155	1,217
净营运资金增加	-7	-425	700	318	289
其他	-650	-151	-1,098	-400	-401
投资活动产生现金流	-345	-229	-1,341	-1,266	-1,241
净资本支出	-372	-225	-1,119	-1,119	-1,119
长期投资变化	86	82	0	0	0
其他资产变化	-59	-86	-222	-147	-122
融资活动现金流	-496	-1,319	-373	-335	-481
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	112	-176	32	-124	-239
无息负债变化	-1,211	-787	-90	146	129
净现金流	625	-297	-449	98	89

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	19.7%	19.2%	20.0%	19.9%	19.9%
EBITDA 率	9.5%	9.1%	9.5%	9.1%	9.0%
EBIT 率	5.1%	4.5%	5.1%	4.7%	4.5%
税前净利润率	3.1%	1.8%	1.2%	1.4%	1.7%
归母净利润率	3.7%	3.0%	2.2%	2.4%	2.6%
ROA	3.4%	2.1%	1.4%	1.7%	2.0%
ROE (摊薄)	10.8%	7.6%	5.7%	6.1%	6.5%
经营性 ROIC	10.0%	8.8%	9.3%	8.8%	8.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	53%	52%	51%	51%	50%
流动比率	0.95	0.87	0.88	0.92	0.97
速动比率	0.60	0.58	0.56	0.59	0.62
归母权益/有息债务	2.67	3.00	3.07	3.35	3.82
有形资产/有息债务	6.72	6.70	6.62	6.96	7.60

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	24,227	22,931	22,955	23,218	23,398
货币资金	3,287	2,977	2,528	2,625	2,714
交易性金融资产	1	8	8	8	8
应收账款	1,906	2,005	2,088	2,168	2,242
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	170	462	481	499	516
存货	3,567	3,078	3,507	3,653	3,783
其他流动资产	217	222	322	420	509
流动资产合计	9,720	9,334	9,499	9,964	10,381
其他权益工具	6	11	11	11	11
长期股权投资	86	82	82	82	82
固定资产	9,162	8,399	7,574	7,231	6,976
在建工程	313	272	720	734	593
无形资产	872	794	861	893	925
商誉	750	726	726	726	726
其他非流动资产	65	50	150	150	150
非流动资产合计	14,507	13,597	13,455	13,255	13,017
总负债	12,805	11,842	11,785	11,806	11,696
短期借款	1,757	2,176	2,297	2,253	2,086
应付账款	3,112	2,983	3,074	3,198	3,307
应付票据	0	95	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	158	143	143	143	143
流动负债合计	10,198	10,717	10,763	10,785	10,675
长期借款	535	97	97	97	97
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,043	167	67	67	67
非流动负债合计	2,607	1,125	1,021	1,021	1,021
股东权益	11,423	11,089	11,170	11,412	11,702
股本	1,378	1,378	1,378	1,378	1,378
公积金	3,612	4,174	4,174	4,174	4,174
未分配利润	4,090	4,508	4,844	5,326	5,856
归属母公司权益	8,922	9,475	9,796	10,278	10,809
少数股东权益	2,500	1,614	1,374	1,134	894

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	12.01%	12.24%	11.94%	11.94%	11.95%
管理费用率	3.35%	3.65%	3.65%	3.65%	3.65%
财务费用率	0.89%	1.02%	0.27%	0.25%	0.24%
研发费用率	0.33%	0.56%	0.56%	0.56%	0.56%
所得税率	-2%	-9%	-2%	-2%	-2%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.22	0.16	0.10	0.13	0.16
每股经营现金流	1.06	0.91	0.92	1.23	1.31
每股净资产	6.47	6.87	7.11	7.46	7.84
每股销售收入	19.21	17.61	18.34	19.04	19.69

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12	16	20	18	16
PB	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.6	7.8	7.2	6.9	6.5
股息率	2.7%	1.9%	1.3%	1.6%	1.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP