

食品饮料

2025 年 05 月 15 日

光明乳业 (600597)

——2024 年需求疲软业绩承压 2025 年有望边际改善

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **事件：**公司披露 2024 年报及 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 242.78 亿元，同比减少 8.33%；实现归母净利润 7.22 亿元，同比减少 25.36%。2025 年第一季度公司实现营业收入 63.68 亿元，同比减少 0.76%；实现归母净利润 1.41 亿元，同比减少 18.16%。公司业绩低于市场预期。
- **投资评级及估值：**由于乳业需求疲软，以及新莱特盈利恢复需要一定时间，下调 2025、2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。收入端，预测 2025~2027 年液体乳收入分别同比增长 0%/4%/4%，其他乳制品分别同比增长 5%/7%/8%，营业总收入同比增长 2%/5%/5%。利润端，预测毛利率分别为 19.4%/19.8%/20.1%。综上，预测 2025-2027 年公司归母净利润为 3.36、4.53、5.80 亿（前次 2025~2026 年为 5.36、5.79 亿），分别同比-53.4%，+34.7%，+28.1%。最新收盘价对应 2025~2027 年 PE 分别为 35x、26x、20x。参考乳制品可比公司天润乳业、新乳业、三元股份 2026 年平均 PE 为 30x，给予光明乳业未来一年 134 亿的目标市值（30x），较当前还有 15.6%的提升空间，维持增持评级。当前受需求下行、竞争加剧影响，公司业绩短期波动，但是公司作为区域性低温鲜奶头部乳企，低温鲜奶业务在核心市场占据优势地位，具有良好的消费者认知基础，未来伴随原奶周期调整，行业供需关系趋于平衡，竞争格局有望得到改善，那么公司依然具备一定的差异化增长能力。
- 分行业看，2024 年公司乳制品/牧业/其他实现营业收入分别为 219.57/10.23/11.77 亿元，分别同比-4.56%/-41.74%/-14.98%。分产品看，2024 年公司液态奶/其他乳制品/牧业/其他实现营业收入分别为 141.66/77.91/10.23/11.77 亿元，分别同比-9.47%/+5.87%/-41.74%/-14.98%。分地区看，2024 年公司上海/外地/境外实现营业收入分别为 67.29/99.90/74.39 亿元，分别同比-5.39%/-14.73%/+1.61%。2024 年受宏观消费环境影响，液体乳业务需求承压，竞争加剧，导致收入下滑，2025Q1 公司收入表现有所改善，液态奶/其他乳制品/牧业产品分别实现营业收入 32.92/24.15/2.1 亿元，分别同比-6.32%/+11.1%/-55.4%。展望 2025 年，面对不利的外界环境，公司积极推进产品研发，围绕营养和健康布局新品，同时积极应对市场竞争，对基础款产品预计在费用端投入有所增加，而中高端产品坚持品质和品牌，通过线上线下营销强化消费者心智，此外，公司将继续推进送奶上户这一封闭渠道的运作，随心订平台在全国范围内的覆盖面和知名度有望继续提升，一系列措施有望帮助公司在激烈的竞争中维持领先的市场地位，伴随未来上游原奶供给逐步收缩，供需格局改善，竞争得到缓和，那么公司鲜奶业务的收入利润有望得到提振。
- 2024 年公司实现毛利率 19.23%，同比-0.43pct，其中液态奶/其他乳制品/牧业/其他业务毛利率分别为 26.46%/8.27%/-4.75%/24.78%，分别同比-0.14pct/-1.76pct/-9.03pct/+13.49pct。液体乳业务毛利率下降预计主因竞争激烈导致货折增加。利润端，2024 年公司土地收储带来税前收益约 7.8 亿元，而子公司新莱特实现净利润-4.5 亿元，拖累了利润表现，2024 年公司实现扣非净利润 1.7 亿元，同比下降 67.48%。展望 2025 年，一方面原奶价格预计依然处于相对低位，成本端有一定优势，另一方面公司于 24 年已经对新莱特计提资产减值，并通过定向增发、提供贷款、协助完成银团再融资等工作帮助新莱特化解债务风险。我们认为 2025 年新莱特子公司运营会更加有序，盈利能力有望逐步实现恢复。

- **风险提示：**价格战激烈，原奶价格低迷导致淘汰牛损失增加，食品安全问题。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	24,278	6,368	24,667	25,807	27,096
同比增长率 (%)	-8.3	-0.8	1.6	4.6	5.0
归母净利润 (百万元)	722	141	336	453	580
同比增长率 (%)	-25.4	-18.2	-53.4	34.7	28.1
每股收益 (元/股)	0.52	0.10	0.24	0.33	0.42
毛利率 (%)	19.2	18.7	19.4	19.8	20.1
ROE (%)	7.6	1.5	3.5	4.6	5.6
市盈率	16		35	26	20

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2025 年 05 月 14 日

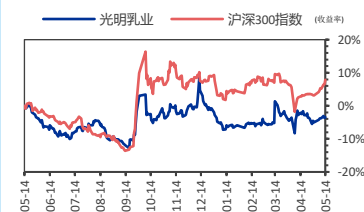
收盘价 (元)	8.46
一年内最高/最低 (元)	10.18/7.23
市净率	1.2
股息率 (分红/股价)	2.60
流通 A 股市值 (百万元)	11,662
上证指数/深证成指	3,403.95/10,354.22

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	7.03
资产负债率%	48.79
总股本/流通 A 股 (百万)	1,378/1,378
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《光明乳业 (600597) 点评：外部承压导致盈利能力减弱 期待需求恢复》

2024/09/03

《光明乳业 (600597) 点评：减值压力导致利润承压 期待 23 年实现恢复性增长》

2023/03/21

证券分析师

吕昌 A0230516010001

lvchang@swsresearch.com

周缘 A0230519090004

zhouyuan@swsresearch.com

严泽楠 A0230524090001

yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠

(8621)23297818x

yanzn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26,485	24,278	24,667	25,807	27,096
其中: 营业收入	26,485	24,278	24,667	25,807	27,096
减: 营业成本	21,279	19,609	19,879	20,694	21,647
减: 税金及附加	93	95	97	101	106
主营业务利润	5,113	4,574	4,691	5,012	5,343
减: 销售费用	3,182	2,972	3,073	3,267	3,443
减: 管理费用	886	886	863	847	836
减: 研发费用	86	137	139	145	153
减: 财务费用	235	246	187	155	127
经营性利润	724	333	429	598	784
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	8	0	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-348	-369	0	0	0
加: 投资收益及其他	52	142	145	145	145
营业利润	892	725	575	741	930
加: 营业外净收入	-75	-283	-117	-137	-167
利润总额	816	442	458	604	763
减: 所得税	-14	-40	92	121	153
净利润	831	482	366	483	610
少数股东损益	-137	-240	30	30	30
归属于母公司所有者的净利润	967	722	336	453	580

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。